

UNIVERSIDADE DE LISBOA

FACULDADE DE DIREITO



**BENEFÍCIOS PRIVATIVOS DO CONTROLO**  
*PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS, OFERTA OBRIGATÓRIA E*  
*PREÇO EQUITATIVO*

MANUEL JOSÉ RESENDE CARDOSO SEQUEIRA

Tese apresentada no âmbito do  
Mestrado Científico em Direito Comercial  
sob orientação da  
PROFESSORA DOUTORA PAULA COSTA E SILVA

Junho de 2015



*À minha Mãe*



*Ever tried. Ever failed. No matter.*

*Try again. Fail again. Fail better.*

Samuel Beckett e Worstward Ho (1983)

*Shareholders are stupid and impertinent-stupid*

*because they give their money to somebody else*

*without any effective control over what this person is doing with it*

*— impertinent because they ask for a dividend as a reward for their stupidity.*

Carl Furstenberg,

(Zingales and Rajan, 2003)

*The value of the shares is not important*

*because people are not interested in buying our shares*

*and we are not interested in trying to promote the value of our shares.*

Vincent Bollore,

(Simmons and Silver, 2003)



## Abstract

The existence of a controlling entity in a company with a concentrated capital structure creates an imbalance between the shareholders' positions, as the *insider* is able to exercise an influence over the company's corporate bodies. In this context, it has been emphasised that the controlling shareholder, even if his shareholding is minor, is able to obtain special benefits at the other shareholders' expense, during the company's development of business activities. It is further noted that, upon the sale of his position of control, the *insider* will demand a premium, which will accrue to the value of the shares, and which is typically considered as consideration for the exercise of management powers.

The lack of knowledge as to the exact underlying justifications for the control premium and what it represents, as well as the acknowledgement of the lack of protection for *outsiders* in situations of changes of control and the existence of inefficiencies that the market cannot correct, led to the creation of the legal mechanism of known as the mandatory takeover bid, aimed at protecting the investors in public companies with capital open to public subscription. The protection conferred via a mandatory takeover bid arises from the establishment of an obligation on the new controlling entity's part to make a proposal for purchase, upon the change in the corporate control structure, to all shareholders with shares in the company that it controls, guaranteeing them a right to 'exit' the company.

The procedure to be followed in the making of the offer, as well as the essential terms which must be guaranteed to *outsiders*, are regulated in the European Union Member-States' several jurisdictions in somewhat similar terms, due to the harmonization brought about by Directive 2004/25/CE. However, the mandatory takeover bid framework was not set in place without conflict, nor was it fully harmonized, which is why it has become one of the issues which have most concerned legal experts in the last decades. The consideration regime takes a central place in the mandatory takeover bid, as in order for the 'exit' right guaranteed to

shareholders to provide adequate protection, they must be assured fair conditions, which are equal to other shareholders in the same situation. The *higher price rule* forces the offer to be made in similar conditions to those granted to the shareholder which transferred the controlling position to the new controlling entity, with the control premium's distribution frequently claimed as one of its justifications. In this way, one guarantees that the shareholder who sold the control position will not receive special benefits due to the transmission of his position. In spite of the great discussions still held in other jurisdictions, the mandatory takeover bid's consideration regime has not received the warranted attention by Portuguese scholars and academics.

Thus, this study aims to analyse the framework of the mandatory takeover bid, with special focus on the mandatory takeover bid's consideration regime, and also considering the obtaining of special benefits on the controlling entity's part. It intends to question justifications that have been taken for granted in this matter, and to take a stand on the ownership and distribution of the control premium by the shareholders within the context of a mandatory takeover bid.

**KEYWORDS:** Private Benefits of Control; Mandatory Takeover Bid; Control Premium



## Resumo

A existência de um controlador numa sociedade de estrutura de capital concentrada constitui um desequilíbrio entre as posições dos sócios, na medida em que o *insider* consegue exercer domínio sobre os órgãos sociais da sociedade. Neste sentido, tem sido destacado que o sócio controlador, ainda que detenha uma participação social com pouca expressão, consegue extrair benefícios especiais a expensas dos restantes sócios, durante o desenvolvimento da atividade da sociedade. Constatase ainda que, aquando da venda da sua posição de controlo, o *insider* exige um prémio, que acresce ao valor das ações, sendo este tipicamente apontado como uma contrapartida pelo exercício dos poderes de gestão.

Desconhecendo-se os exatos fundamentos subjacentes ao prémio de controlo e aquilo que ele representa, mas reconhecendo-se a desproteção dos *outsiders* aquando das alterações de controlo e a existência de ineficiências que o mercado não consegue corrigir, foi instituído o mecanismo legal da OPA obrigatória, com o intuito de proteger os investidores de sociedades anónimas com capital aberto à subscrição pública. A proteção conferida através da OPA obrigatória materializa-se pelo estabelecimento de uma obrigação do novo controlador realizar uma proposta de aquisição, aquando da alteração na estrutura de controlo societária, a todos os acionistas que detenham ações na sociedade por ele controlada, garantindo-lhes um direito de saída.

O procedimento a seguir no lançamento da oferta, bem como os termos essenciais a serem garantidos aos *outsiders*, encontram-se regulados nos ordenamentos jurídicos dos Estados-Membros da União Europeia em termos algo semelhantes, devido à harmonização operada pela Diretiva 2004/25/CE. Contudo, o regime da OPA obrigatória não foi pacificamente instituído, nem totalmente harmonizado, razão pela qual se trata de uma das matérias que mais têm preocupado os juristas nas últimas décadas. O regime da contrapartida assume um lugar central na OPA obrigatória, pois para o direito de saída garantido aos

acionistas lhes conferir uma proteção cabal, é necessário que lhe sejam asseguradas condições justas, em igualdade com os demais acionistas que se encontrem na mesma situação. A *higher price rule* obriga a que a oferta seja realizada em condições semelhantes às que foram concedidas ao acionista que cedeu a posição de controlo ao novo controlado, sendo tipicamente invocada a distribuição do prémio de controlo como um dos seus fundamentos. Assim se garante que o acionista que vende a posição de controlo, não extraia benefícios especiais na transmissão da sua posição. Não obstante a grande discussão que ainda mantém noutros ordenamentos jurídicos, o regime da contrapartida da OPA obrigatória, não tem merecido a devida atenção pela doutrina portuguesa.

Deste modo, pelo presente estudo, realiza-se uma análise ao regime da OPA obrigatória com especial incidência no regime da contrapartida da OPA, sem deixar de tomar em atenção a extração dos benefícios especiais pelo controlador. Pretende-se questionar fundamentos que têm sido tomados como assentes nesta matéria e assumir posição quanto à titularidade e distribuição do prémio de controlo pelos acionistas no âmbito da OPA obrigatória.

**PALAVRAS-CHAVE:** Benefícios Privativos do Controlo; OPA obrigatória; Prémio de Controlo

## **PLANO**

**CAPÍTULO I — BENFÍCIOS PRIVATIVOS DO CONTROLO NO MERCADO  
DE CAPITAIS PORTUGUÊS**

**CAPÍTULO II — OPA OBRIGATÓRIA**

**CAPÍTULO III — DISTRIBUIÇÃO DO PRÉMIO DE CONTROLO NO  
ÂMBITO DA OPA**



## INTRODUÇÃO

No fim do século XX começou a ser destacado, incluindo, pela doutrina nacional (embora mais recentemente) que as diferentes estruturas de capital das sociedades comerciais têm impactos significativos na governação e funcionamento destas. O desenvolvimento dos mercados de capitais, condicionado por diversas circunstâncias económicas, políticas e também jurídicas, levou a que as sociedades desenvolvessem estruturas mais concentradas (com a existência de sócios controladores que as dirigem) ou mais dispersas (onde não existem sócios controladores). Os juristas têm-se dedicado a estudar os problemas inerentes à governação (*corporate governance*, um movimento cujo crescimento tem sido intenso na última década) e financiamento (*corporate finance*) das sociedades em cada uma das estruturas de capital. Portugal não é exceção.

No nosso ordenamento jurídico, os problemas estudados a propósito do desempenho das funções de administração e a teoria da agência conheceram, em virtude de influências civilísticas, largo desenvolvimento nos finais do século passado. Todavia, hoje chega-se à conclusão de que são problemas que, existindo em todos os mercados, são típicos dos que apresentam uma estrutura de capital dispersa.

Num mercado de capitais com as características do mercado nacional, em que a maioria das sociedades assume uma estrutura de capital concentrada, são antes os problemas relacionados com o controlo aqueles que merecem ser sujeitos a um maior aprofundamento. Nos últimos anos, é esta a tendência que se tem verificado, existindo cada vez mais estudos no âmbito dos grupos de sociedades, *corporate governance* e ofertas públicas, chamando-se cada vez mais a atenção para o problema da separação entre a propriedade e controlo, uma vez que poderão existir situações em que o sócio controlador seja detentor de pequenas participações. Neste contexto, notamos que são conhecidas as diversas formas de controlar uma empresa — nomeadamente, através dos chamados *control-enhancing mechanisms* —

que, embora não constituindo o núcleo do nosso objeto de estudo, também aqui serão abordadas. Veja-se que, quando procura assegurar o domínio de uma sociedade, o sócio não visa a obtenção de lucros inerentes à detenção de mais participações sociais: ele visa o controlo, por confiar que a sua influência na gestão da sociedade (ainda que indireta, pela mera capacidade de nomear os titulares do respetivo órgão) a conduzirá no sentido de um maior crescimento económico e num maior retorno do seu investimento. Contudo, tem sido também destacada a expectativa do sócio que adquire o controlo em ter acesso a alguns benefícios especiais ou vantagens — os chamados *benefícios privativos do controlo* (doravante, BPC) — inalcançáveis para outros sócios que não tenham influência determinante na gestão da sociedade.

Noutros ordenamentos jurídicos, tem existido muita controvérsia em torno destes benefícios especiais, onde se aponta ser a sua extração a motivação principal do acionista na aquisição do controlo de sociedades. Por esta extração dos BPC ser realizada em violação dos princípios da igualdade dos acionistas e gerar situações de ineficiência dos mercados, vários mecanismos têm sido propostos no intuito de a limitar. Perante o alerta dos economistas de que o sócio controlador, na venda da sua participação social de controlo, exige que o preço pago seja superior (pois integra o valor geralmente denominado por «prémio de controlo») ao de mercado — que corresponderia ao resultado da multiplicação do número de ações de que é titular pelo valor da correspondente cotação —, destaca-se que as vendas de controlo constituem uma das formas de extração dos BPC.

Em resposta, e com o objetivo de proteger os investidores e promover a eficiência dos mercados de capitais, o legislador europeu, em consonância com o que já tinha sido feito nos ordenamentos jurídicos nacionais, estabeleceu a obrigação de lançamento de uma oferta pública de aquisição (OPA) pelo adquirente de ações de uma sociedade anónima com capital aberto à subscrição pública (doravante, sociedade aberta), quando em virtude da transação se verifique uma alteração do controlo sobre aquela. Esta obrigação de lançar uma OPA, prevista também no ordenamento jurídico nacional e cujo procedimento é supervisionado pela autoridade independente com competências de regulação e supervisão do mercado (em Portugal, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários — CMVM), protege os acionistas não controladores ao garantir-lhe a opção de, mediante aceitação da proposta do oferente controlador, sair da sociedade. Os termos da proposta a realizar no âmbito da OPA encontram-se estabelecidos no ordenamento jurídico. A contrapartida traduz-se, a par dos factos constitutivos da obrigação, num dos aspetos mais importantes e controversos da regulação estabelecida para a OPA obrigatória.

Tem sido defendido que a contrapartida na OPA obrigatória prevê um mecanismo de divisão do valor correspondente ao prémio de controlo pelos restantes acionistas, o qual constitui, para a maioria da doutrina, a contrapartida recebida pelo acionista alienante (do controlo) pelo exercício dos poderes de gestão. Neste sentido, as regras legalmente estabelecidas para a contrapartida constituem uma limitação à extração dos BPC pelo sócio controlador, na venda de controlo. Assim, pelo presente estudo, propomo-nos desde logo a realizar uma análise materialmente fundamentada das vendas de controlo como forma de extração dos BPC e dos mecanismos preventivos dessa extração legalmente disponíveis no âmbito das sociedades abertas. Após o abrandamento da atividade económica verificado no período subsequente à crise iniciada em 2007/2008, as empresas nacionais voltam a ter condições económicas (incluindo de crédito) para relançar a sua atividade. Registamos novas movimentações de controlo, com o surgimento de novas e mediáticas OPAs no mercado nacional, pelo que o tema dos BPC se ergue como imperativo.

Para tal, dividimos o nosso estudo em três partes. Inicialmente, iremos realizar uma breve apresentação dos BPC, dos seus pressupostos e dos mecanismos para a sua extração, bem como de potenciais mecanismos para limitar essa extração. De seguida, tomando em atenção que uma das formas mais comuns de extração dos BPC é realizada através das vendas de controlo e que, nas sociedades abertas, a alteração do controlo constitui a obrigação de lançar uma OPA pelo adquirente, faremos uma breve apresentação dos factos constitutivos da OPA obrigatória e das suas derrogações. Por último, iremos apreciar com maior profundidade o regime jurídico da contrapartida da OPA e das suas ligações aos BPC: quer como mecanismo de extração, quer como mecanismo preventivo dessa extração. A nossa análise será delimitada, pois, às situações em que o acionista controlador lança a OPA para alcançar (OPA voluntária) ou legitimar (OPA obrigatória) o controlo.

No final, esperamos encontrar-nos em condições de discutir a quem deve pertencer o prémio de controlo e as situações em que este deve ser distribuído pelos restantes acionistas, no sentido de tentar tirar conclusões quanto àquele que, fora do território nacional, é provavelmente o tema que mais controvérsia tem gerado no Direito das Sociedades Comerciais nos últimos anos.





## **CAPÍTULO I**

### **BENEFÍCIOS PRIVATIVOS DO CONTROLO NO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS**



## 1. Considerações iniciais

I. A participação do controlador tem um *plus* em relação às outras: o domínio sobre a sociedade participada<sup>1</sup>. Por essa razão, ele terá à partida o poder de exercer influência dominante sobre os órgãos de administração, órgãos de fiscalização e sobre a própria assembleia geral e, deste modo, ainda que indiretamente, definir as políticas económicas e conduzir o destino da sociedade que controla.

Possuindo o poder de influenciar as grandes opções económicas de uma sociedade comercial, o controlador assume os riscos pelas opções tomadas, que não são partilhados com os demais acionistas — os designados custos privativos do controlo<sup>2</sup>. Desde logo, em princípio, caso detenha uma participação maioritária, é o controlador quem perde, em termos absolutos, um montante superior, correspondente ao seu investimento<sup>3</sup>. Por outro lado, a aquisição do controlo<sup>4</sup> implica um investimento avultado por parte do acionista controlador que, tipicamente, não dispõe de recursos ilimitados. Consequentemente, a concentração do investimento do acionista controlador também se traduzirá num custo, já que as «boas» práticas de investimento aconselham à variação dos instrumentos de investimento — a ter

---

<sup>1</sup> Em 2011, no início da fase letiva do Mestrado Científico em Direito Comercial e no âmbito da unidade curricular de Direito das Sociedades Comerciais, lecionada pelas Professora Doutora Adelaide Menezes Leitão e Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira, apresentámos um relatório sobre o impacto das relações de domínio e de grupo na OPA obrigatória, com vista a dar um contributo para a delimitação da obrigação de lançamento de uma OPA geral e universal. Este acabaria por ser publicado sob o título «OPA Obrigatória — Impacto das relações de domínio e de Grupo», na *RDS* (coordenada pelo Professor Doutor António Menezes Cordeiro), n.º 1, ano VI, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 61-150. Não se pretendendo no presente estudo replicar o que outrora foi escrito noutra sede, ainda assim encontrar-se-ão vestígios do caminho que trilhámos para desenvolver o relatório, bem como das conclusões a que nele chegámos. Neste sentido, consiste nosso capítulo II da presente dissertação é baseado no do capítulo I do artigo publicado, onde se aproveitou a base do texto para explicar a delimitação da obrigação de lançamento da OPA obrigatória, nomeadamente os factos constitutivos e respetivas derrogações, tendo introduzido vários exemplos práticos e refletido as alterações legislativas subsequentes. Por outro lado, na presente dissertação, o que se escreve a propósito das estruturas jus-societárias para o exercício do controlo tem por base o que a propósito escreveu também naquele estudo, embora, desta vez, de forma menos desenvolvida, já que o controlo nas sociedades abertas deixou de ser o objeto de estudo para passar a ser um pressuposto.

<sup>2</sup> RAOUDHA DJEBALI, AMEL BELANE e ABDELWAHED OMRI, «Simultaneous Determination of Firm Leverage and Private Benefits of Control in French Firms», in *International Journal of Economics and Finance*, n.º 1, vol., 4, 2012, p. 179 [177-191].

<sup>3</sup> CARMEN ESTEVAN DE QUESADA, *Tomas de Control y Medidas Defensivas: La Compra de Acciones Proprias como Defensa*, Navarra, Aranzadi Editorial, Falcão, 2002, p. 100.

<sup>4</sup> Como veremos, a obtenção do controlo de uma sociedade não é apenas realizada pela aquisição de uma participação maioritária. São vários os mecanismos de controlo de uma sociedade, podendo inclusivamente passar pela compra de uma percentagem pequena de ações por referência ao capital social, mas, a título de exemplo, com um especial poder para designar os membros dos órgãos da sociedade. Sobre o processo de aquisição do controlo, PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, «Direito da aquisição de empresas: uma introdução», in Câmara, Paulo (coord.), *Aquisição de empresas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011 pp. 13-64

uma «carteira de investimento diversificada»<sup>5</sup> —, de forma a diminuir o risco do investimento, caso o mercado não se desenvolva no sentido da sua expectativa.

Adicionalmente poderão existir custos inerentes à maior envolvimento na gestão e nas decisões empresariais, como os custos de supervisão da administração, com vista à redução dos *agency costs*<sup>6</sup> ou então, por exemplo, a necessidade de investimentos adicionais, mediante

---

<sup>5</sup> «Never put all your eggs in the same basket», disse ALESSIO M. PACCES, *Featuring Control Power: corporate law and economics revisited*, Rotterdam Institute of Law and Economics, 2007, p. 75, disponível em [www.repub.eur.nl](http://www.repub.eur.nl). No mesmo sentido, alerta CLIFFORD G. HOLDERNESS, «A Survey of Blockholders and Corporate Control», in *FRBNY Economic Policy Review*, 2003, p. 54, disponível em [www.frb.org](http://www.frb.org). Assumir o controlo de uma sociedade tem custos, nomeadamente monetários. Por esta razão, o seu investimento ficará concentrado e, em caso de um mau desempenho pela sociedade controlada, ele será o sócio mais prejudicado. Ao que ficou dito, acresce que o sócio controlador renuncia a outros benefícios que a diversificação da carteira proporciona, que não apenas a menor exposição ao risco. A diversificação da carteira em pequenas participações permite uma maior liquidez da sua participação social (*lato sensu*), assim como uma maior mobilidade do acionista. Destaque-se também que uma participação de controlo pode não ser imediatamente vendida em bolsa (e o montante investido sofre de falta de *liquidez*), pela falta de acionistas com recursos económicos para a adquirir. Aliás, uma participação de controlo não será tipicamente vendida em bolsa, excepto no âmbito de uma oferta pública de venda ou de OPA voluntária — imagine-se o impacto que teria o lançamento de uma ordem de venda de 2 000 000 de acções da EDP – Energias de Portugal, S.A., a título de exemplo.

<sup>6</sup> Os *agency costs* encontram-se largamente estudados pela *agency theory*, a qual enquadra os administradores como *agentes* dos acionistas (*principals*), actuando por sua conta e interesse. Vide ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, «A survey of corporate governance», in *Journal of Finance*, n.º 52, 1997, pp. 742-756 [737-783], disponível em [www.jstor.org](http://www.jstor.org). Para aprofundar sobre a extracção de custos de representação, mas também, do mesmo autor, *Control Matters...* cit., pp. 149 e ss.. JOHN ARMOUR e JEFFREY N. GORDON, *The Berle-Means Corporation in the 21st Century*, working paper, 2008, p. 3, disponível em [www.law.yale.edu](http://www.law.yale.edu), destacam que apesar das similitudes fundamentais na tentativa de controlo dos custos de agência, nos EUA e no Reino Unido, os mecanismos desenvolvidos para tentar responder-lhe são diferentes.

No caso dos EUA (que apresenta um «*law oriented approach*»), o investidor de retalho assume o papel fundamental no centro da regulação. Num mercado em que as participações são bastante dispersas, os investidores de retalho enfrentam altos custos de coordenação — sendo geralmente actores passivos, que acabam também por enfrentar o problema de assimetrias de informação. Assim, o regime jurídico daquele país respondeu, *grosso modo*, de três formas: (i) com obrigações de informação muito extensas, impostas pela lei federal, com a intenção de reduzir o distanciamento existente entre as sociedades, acionistas e promover preços encorajadores do mercado face aos custos de coordenação dos investidores; (ii) com concentração de poder no conselho de administração e, conseqüentemente, uma limitação dos poderes dos acionistas, o que pode ser racionalizado através de uma eficiente divisão de trabalho quando os investidores são muitos, dispersos e mal informados; e (iii) com a atribuição de uma capacidade de execução por parte dos tribunais relativamente às regras relativas ao *self-dealing* e de informação obrigatória.

Já no Reino Unido (que apresenta *governance oriented approach*), houve um foco no controlo dos direitos dos investidores institucionais. JOHN ARMOUR, «Enforcement Strategies in UK Corporate Governance», in JOHN ARMOUR & JENNIFER PAYNE, *Rationality in Company Law*, Oregon, Oxford and Portland, 2009, p. 108 [71-119] apresentando um quadro muito interessante (na p. 110), com a evolução da propriedade nas sociedades cotadas no Reino Unido desde 1957 até 2006, e onde se denota o crescimento dos investidores institucionais. Quando comparados com os investidores de retalho, os primeiros são mais sofisticados, com menos custos de coordenação e são muito mais activos em questões de *corporate governance*. Os sócios têm mais poder, em especial no que respeita à capacidade de convocar reuniões, nomeação e destituição de membros de administração, tácticas defensivas contra OPAs hostis, e direitos de veto quanto ao *self-dealing*. No entanto, menor ênfase foi atribuído à informação obrigatória, ao controlo judicial de negócios com partes relacionadas, sendo também a capacidade de execução dos tribunais menor. Defendendo que o grau de dispersão nos EUA tem fundamento nas restrições legais à detenção de participações sociais e exercício de controlo por bancos, fundos, seguradoras e outras entidades, ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, «A survey of corporate ... cit., p. 754 [737-783]. Para um estudo aprofundado sobre as causas e as conseqüências da dispersão de capital, vide, por

a celebração de contratos de suprimento<sup>7</sup> com a sociedade (para além dos óbvios custos derivados do tempo dedicado à sociedade e à sua atividade). Outro custo privativo do controlo que tem sido destacado traduz-se nos riscos de reputação inerentes à posição assumida à frente uma sociedade<sup>8</sup>. Tomando as grandes opções económicas da sociedade, o controlador, a par dos administradores, ficará intimamente relacionado com o desempenho que esta venha a apresentar<sup>9</sup>. Em todo o caso, cumpre ainda enunciar os custos patrimoniais derivados da responsabilidade (inerente ou não à sua participação) assumida pelo sócio ou em casos de levantamento da personalidade jurídica que, ainda que residualmente e dependente do comportamento ilícito do acionista, podem ter (e por vezes têm mesmo) lugar.

Estes custos privativos do controlo constituem assim um largo incentivo para o controlador exigir, através da sua influência, a melhor gestão possível (realizada pelos administradores por si designados) da sociedade controlada, aumentando os lucros da sociedade. No entanto, para os *outsiders*, «*better monitoring, however, comes with a corresponding cost: in the case of controlling shareholders, that of private benefits of control*»<sup>10</sup>.

A existência de um sócio controlador desencadeia uma situação de conflito de interesses no âmbito da coletividade dos sócios<sup>11</sup>, sendo necessário promover um *equilíbrio na estrutura corporativa*, o qual se tem procurado realizar através dos mecanismos de *corporate*

---

todos, PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance – um novo paradigma para a sociedade anónima*, Tese de Doutoramento (inérita) em Ciências Jurídico-Empresariais apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2010, pp. 555-578.

<sup>7</sup> Sobre o assunto, vide RUI PINTO DUARTE, «Contribuições dos sócios para além do capital social: prestações acessórias, prestações suplementares e suprimentos», in *Escritos sobre Direito das Sociedades*, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 225-259, em especial, pp. 246-255.

<sup>8</sup> ALEXANDER DYCK e LUIGI ZINGALES, «Private benefits of control: an international comparison», in *National Bureau of Economic Research*, working paper n.º 8711, 2002, p. 28, disponível em [www.nber.org](http://www.nber.org).

<sup>9</sup> Por outro lado, note-se que este acionista poderá ser alvo de processos judiciais, quer pelos não controladores, quer pelos credores (como aconteceu recentemente no caso do escândalo do império económico do Grupo Espírito Santo). Esta situação, a par da divulgação na imprensa de notícias difamatórias (ou ofensivas do bom nome do controlador) acerca da atividade da sociedade, que possam levantar suspeitas sobre o comportamento do sócio controlador, poderá vir a prejudicar a sua reputação. ALESSIO M. PACCES, *Control Matters...* cit., p. 6.

<sup>10</sup> RONALD J. GILSON e ALAN SCHWARTZ, *Contracting about private benefits of control*, Columbia Law and Economics Research Paper n.º 436, in ECGI — Law working paper n.º 216 p. 3, disponível em [www.ssrn.com/abstract=417181](http://www.ssrn.com/abstract=417181).

<sup>11</sup> GUSTAVO DE SOUSA BOTELHO, *O Direito de Exoneração do Acionista Minoritário*, Coimbra, Almedina, 2014, p. 29. Seguindo COUTINHO DE ABREU, um conflito de interesse traduz-se na «divergência de princípio entre o interesse (*objectivamente avaliado*) da parte relacionada e o interesse (*objectivamente avaliado também*) da sociedade, convindo portanto à parte relacionada negócio em certos termos e à sociedade negócios em termos diferentes». J. M. COUTINHO DE ABREU, «Negócio entre sociedades e partes relacionadas (administradores, sócios)», in *DRS*, ano 5, vol. 9, 2013, p. 13 [13-25] (realce no original). Sobre o conflito de interesses na assembleia geral e no conselho de administração, cfr. JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo», in *RDS*, ano 5, n.ºs 1-2, Coimbra, Almedina, 2013, p. 98-101 e 101-13 [77-165].

*governance*<sup>12</sup>. Por essa razão, foram progressivamente constituídos incentivos para evitar o comportamento passivo dos acionistas não controladores<sup>13</sup>, muitas vezes minoritários que, tendo adquirido as participações sociais com vista à obtenção de lucros — e não tanto por um interesse na sociedade —, assumem a posição de meros investidores (detêm uma participação financeira<sup>14</sup>).

Em princípio, os benefícios da sociedade devem ser repartidos por todos os sócios na proporção das suas participações no capital social, seja através da distribuição de dividendos (artigo 22.º, n.º 1 do CSC)<sup>15</sup>, seja através da repartição do produto da liquidação da sociedade (artigo 156.º do CSC). Verifica-se, no entanto, com frequência, que o sócio controlador assegura determinados benefícios privados, os quais «são extraídos para satisfação de interesses pessoais, em prejuízo do interesse social»<sup>16</sup>. Os benefícios especiais que um sócio controlador pode extrair constituem o problema para o qual se pretende chamar a atenção. No âmbito do governo de sociedades, a existência de um controlador constitui um fator de desequilíbrio e desigualdade na posição que os acionistas ocupam na estrutura societária<sup>17</sup>. A extração de benefícios especiais revela-se uma causa adicional de desequilíbrio entre os

---

<sup>12</sup> *Corporate governance* foi definido pela Comissão Europeia, no *Green Paper: The EU corporate governance framework*, Brussels, 5.4.2011 333COM, 164 (versão final), 2011, p. 2, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), como sendo «*the system by which companies are directed and controlled and as a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and its other shareholders*». Esta definição tem pois a virtude de referir as relações também as relações entre sócios como uma das preocupações das regras de governação. Sobre a origem do movimento de *corporate governance* e dos seus desenvolvimentos no ordenamento jurídico nacional, vide, por todos, PEDRO MAIA, «Corporate Governance em Portugal», in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 43-86, e noutros ordenamentos jurídicos estrangeiros, PEDRO CAETANO NUNES, *Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2006.

<sup>13</sup> PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª edição, Coimbra, Almedina, 2012, p. 274 e PEDRO MAIA, «Corporate Governance ...cit.», p. 51 [43-86].

<sup>14</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. II, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2007, p. 571, por contraposição à participação do controlador que é económica.

<sup>15</sup> Vide. FÁTIMA GOMES, *O Direito aos lucros e o dever de participar nas perdas nas sociedades anónimas*, Coimbra, Almedina, 2011, pp. 297 e ss. para um sumário das posições doutrinárias e jurisprudenciais relativamente à existência de um direito dos sócios à repartição periódica dos lucros, com ou sem deliberação social para o efeito. No entender da autora (p. 360), só existirá um direito aos lucros, no caso de inexistência de deliberação social de repartição de lucros (não sendo a norma supletiva do artigo 294.º do CSC estatutariamente afastada), quando existir uma ação de condenação da sociedade na emissão dessa deliberação social, excluindo-se a existência de execução específica nestes casos de inexistência daquela deliberação. Em sentido semelhante, por exemplo, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, 2015, pp. 207-208.

<sup>16</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei n.ºs 158/2009 e 185/2009», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 33, 2009, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), p. 107, nota n.º 1.

<sup>17</sup> Também neste sentido, a Comissão Europeia, *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, de 12.12.2007, SEC (2007) 1705, p. 11, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), afirmando que «*as a matter of principle, for listed companies a certain level of uniform, compulsory, substantive rules may be required to protect sufficiently both (non-controlling) shareholders (investors) and creditors. Indeed, there is a public interest in the governance of companies whose shares are offered to the public*».

elementos «*capital*», «*risco*» e «*poder*»<sup>18</sup> (inerentes à detenção de participações sociais) da participação social dos sócios controladores e não controladores.

II. O valor inerente à detenção de participações sociais pode ser analisado de várias perspetivas, sendo de atentar aos componentes correspondentes (i) ao valor patrimonial (atual) que esta representa; (ii) ao valor político (intra-societário); e (iii) ao valor económico<sup>19</sup>. Consoante a extensão da participação social do sócio (aferida por correspondência a uma proporção do capital social da sociedade) e o nível de controlo que ele detenha sobre a sociedade, estas componentes podem variar<sup>20</sup>, gerando por vezes situações de ineficiência do mercado, em prejuízo especialmente dos acionistas não controladores, que carecem de proteção.

O desequilíbrio entre sócios controladores e não controladores em sociedades abertas (aquelas em que o capital se encontra mais disperso) assume proporções diferentes das que assumiria em sociedades fechadas, uma vez que os sócios estabelecem relações tendencialmente menos próximas com os seus administradores, gerando assimetrias de informação. Por outro lado, por as ações circularem em mercado regulamentado, sob a supervisão de uma autoridade nacional (CMVM) e de uma Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA), são diversas as respostas que se podem dar ao problema, no âmbito de sociedades abertas<sup>21</sup>. Não obstante, atendendo ao facto de o mercado

---

<sup>18</sup> Sobre o elemento do «poder», vide PAULO OLAVO CUNHA, «O Poder dos Sócios», in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 189-215.

<sup>19</sup> PAUL HANOUNA, ATULYA SARIN e ALAN C. SHAPIRO, *Value of Corporate Control: Some International Evidence*, working paper n.º 01-4, USC Marshall School of Business, 2001, pp. 7 e ss., disponível em [www.ssrn.com/abstract\\_id=286787](http://www.ssrn.com/abstract_id=286787), que distinguem entre o direito à partilha proporcional dos *corporation's net wealth* (*asset value*), o direito a uma partilha proporcional dos dividendos (*income value*) e um direito proporcional à participação na gestão ou administração de uma sociedade (*control value*). Contudo, preferimos adotar a divisão enunciada, pois não só o valor patrimonial inclui o *asset value* e *income value* (integra todos os valores patrimoniais), como o valor político de uma participação social não fica reduzido a zero simplesmente por existir um controlador, embora tenhamos em conta que o direito de voto será o direito político principal. Ademais, o *goodwill* não é considerado pelos autores, sendo que a nossa divisão tem a vantagem de o considerar no valor económico. O valor económico *valor patrimonial em potência* reflete no valor patrimonial as opções políticas que foram e serão tomadas pela acionista. Incluindo o direito ao dividendo, proporcional ao número de ações que detém, ou à distribuição proporcional de reservas ou, em caso de liquidação, de bens e, ainda, à participação proporcional na administração da empresa, ou no valor do controlo.

<sup>20</sup> Um acionista pode, através da detenção de uma proporção de ações que reflitam um grande valor político (v.g. por deter o controlo da sociedade), atingir um valor económico muito superior ao que supostamente lhe seria atribuído em virtude do valor patrimonial que a sua detenção representa — consistindo em situações de separação entre *ownership* e *control*, brevemente referidas *infra* 3.2.2..

<sup>21</sup> Já se afirmou que a integração no mercado regulamentado, mediante subscrição pública às participações sociais de uma sociedade diminui a possibilidade de extração de BPC e que esta diminuição pesa na decisão do sócio controlador de tornar a sociedade aberta. CRAIG DOIDGE, G. ANDREW KAROLYI, KARL V. LINS, DARIUS P.

português ser um mercado com participações muito concentradas, julgamos que a tendência para a extração de BPC será maior, à semelhança do que acontece, nos outros mercados europeus de matriz romano-germânica, devido à sua estrutura concentrada de capital típica. Nos mercados de estrutura mais dispersa, como é o caso dos mercados dos países de *common law*, designadamente nos EUA, outros problemas se colocam, v.g. os relativos aos custos de representação (*agency costs*). Curiosamente, é neste país que mais se escreveu, quer acerca dos *agency costs*, quer acerca dos BPC. Como já foi notado, «*indeed, a cynical observer might argue that when European policymakers adopt U.S.-style solutions designed to tackle managerial agency problems, they can appear to be doing something to reform European corporate governance while actually leaving the rents of Europe's dominant shareholders perfectly intact*»<sup>22</sup>. Trata-se, pois, de um tema que em Portugal (e na generalidade da Europa) não tem sido objeto de foco pela doutrina, destarte as consequências práticas muito relevantes que motivam um estudo jurídico mais aprofundado.

## 2. Conceito e espécies de Benefícios Privativos do Controlo

I. As designações de «benefícios privados do controlo», «benefícios privados del control», «*benefici privati del controllo*», «*bénéfices privés del controle*» deriva da tradução direta e literal da expressão originária da língua inglesa «*private benefits of control*»<sup>23</sup>. São já vários os ensaios de definições de BPC e, nesta fase preliminar, podemos arriscar em definir

---

MILLER e RENÉ M. STULZ, «Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision», in *The Journal of Finance*, vol. LXIV, n.º 1, 2009, pp. 425 e 426 [425-466], disponível em [www.ssrn.com/abstract\\_id=668424](http://www.ssrn.com/abstract_id=668424). Faz sentido. A entrada em mercado regulamento traz consigo os benefícios de financiamento por um maior número de investidores, mas um conjunto de deveres de informação acrescidos pela sociedade e um regime mais oneroso para os adquirentes do controlo (*maxime*, a OPA obrigatória), que dificulta a venda da participação de controlo pelo sócio controlador e, como veremos, o obriga a partilhar com os restantes acionistas o prémio de controlo.

<sup>22</sup> LUCA ENRIQUES e PAOLO VOLPIN, «Corporate Governance Reforms in Continental Europe», in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n.º 1, 2007, p. 138 [117-140], disponível em [www.ssrn.com/abstract=970796](http://www.ssrn.com/abstract=970796).

<sup>23</sup> Como foi destacado por MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados do Controlo Societário*, tese apresentada no âmbito do Mestrado em Direito e Gestão em 2013, na Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa – Escola de Lisboa, p. 8, disponível em [www.repositorio.ucp.pt](http://www.repositorio.ucp.pt), as empresas públicas não são sociedades abertas, mas empresas «criadas e controladas por entidades jurídicas públicas». Por essa razão, considerou para que seria linguisticamente mais correcto utilizar a expressão «benefícios privativos do controlo», mas acabou por manter a expressão «benefícios privados do controlo», em virtude do seu enraizamento no mercado. Contudo, contrariamente a MIGUEL CANCELA DE ABREU, por não abundarem na doutrina nacional estudos sobre o tema, sendo inclusivamente desconhecido por muitos juristas que não especialistas em Direito Comercial, consideramos ser a altura ideal para a adoção da formulação correta. Por essa razão referir-nos-emos a BPC, para significar «benefícios privativos do controlo» ou os «benefícios especiais» que PEDRO MAIA utilizou em *Voto e corporate governance ...cit.*, p. 472 e que será também aqui adotada.



os BPC<sup>24</sup> como o conjunto de vantagens de natureza patrimonial ou não patrimonial, privativas do sócio controlador de uma sociedade, extraídos através do exercício de controlo, i.e. mediante exercício do poder de direção (através de transações ou de mecanismos operacionais), da venda do controlo (através dos preços de transmissão) ou resultantes de operações de freeze-out, em violação do princípio da igualdade entre os acionistas e do princípio da proporcionalidade<sup>25</sup>. Foi já estabelecida por Alessio M. Paccès<sup>26</sup> uma classificação tripartida dos BPC, com base num critério funcional — em *idiosyncratic*, *diversionary* e *distortionary* —, a qual tem sido adotada pela doutrina, incluindo nacional<sup>27</sup> e, dado a utilidade da classificação, não constituiremos exceção.

II. Segundo Alessio M. Paccès, os BPC podem ser *idiosyncrats*<sup>28</sup>, os quais, assumindo a natureza de *quasi-rents*<sup>29</sup>, traduzem-se nos benefícios psicológicos que o controlador obtém

---

<sup>24</sup> Embora o conceito de BPC seja muito discutido na doutrina norte-americana. Veja-se EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, *Efficiency in Private Control Sales – The Case for Mandatory Bids*, LSE Legal Studies working paper n.º 8/2010, 2010, pp. 15 e ss., disponível em [www.ssrn.com/abstract=1610259](http://www.ssrn.com/abstract=1610259).

<sup>25</sup> Destacando a violação da proporcionalidade na distribuição, JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflito de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador», in *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 81 [75-213].

<sup>26</sup> ALESSIO M. PACCÈS, *Control Matters...* cit., pp. 292 e ss.

<sup>27</sup> MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados...* cit., pp. 16 e ss..

<sup>28</sup> Existem inclusivamente autores que consideram que o *idiosyncratic value* é o principal valor que os acionistas controladores procuram quando controlam uma sociedade, o qual se encontra anexo à execução da sua ideia de negócio. Assim, GOSHEN ZOHAR e ASSAF HAMDANI, «Concentrated Ownership Revisited: Idiosyncratic Value of Corporate Control», in *ECGI*, Law working paper n.º 206/2013, 2013, p. 6, disponível em [www.ssrn.com/abstract=2228194](http://www.ssrn.com/abstract=2228194), para quem «*controllers are motivated to hold control by their desire to increase the pie's size (pursue idiosyncratic value) rather than dictate the pie's distribution (consume private benefits)*». PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance ...*cit., pp. 490 e 491, dando vários exemplos, desde logo «o prazer do comando», bem como «muitos outros, como por exemplo o ambiente e equipamento do escritório, a disciplina dos trabalhadores, a natureza e o montante das contribuições de caridade, as relações pessoais (de amizade e de respeito) com trabalhadores, um computador, etc.»

<sup>29</sup> ALESSIO M. PACCÈS, *Control Matters...* cit., p. 10. Segundo o autor, «*[q]uasi-rents are the prospective reward to inventiveness*», contrapõe-se a *rents*: «*rents are the ongoing reward to incumbency. Two important sides of contemporary economics (Ricketts 2002) rely on this distinction: one is the theory of entrepreneurship; the other is the theory of the firm. Since Coase (1937), these two theories have hardly communicated with each other*». Para aprofundar este pensamento de ALESSIO M. PACCÈS, vide o estudo *Control Matters...* cit., pp. 11 a 13, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1448164](http://www.ssrn.com/abstract=1448164). Segundo PACCÈS, os *idiosyncratic* BPC podem ser ilustrados através de um exemplo: supondo que um empreendedor (um ciclista aposentado) consegue reunir um grupo de engenheiros para desenvolver um novo conjunto de pneus e jantes que permitem uma bicicleta andar 10% mais rápido. Por retirar experiência da sua anterior profissão, ele desenvolve a sua experiência, mas, por falta de recursos, recorre a outros investidores para garantir os fundos necessários ao desenvolvimento do projecto, tendo para tal constituído uma sociedade. Sendo a invenção ou o processo inventivo patenteado e comercializado pela sociedade, correndo bem o negócio, o produto será comercializado em grande escala e gerará lucros que serão distribuídos proporcionalmente — de acordo com a percentagem do capital detido por referência ao capital social — pelo empreendedor (na qualidade de controlador) e pelos demais sócios investidores. Porém, o empreendedor retira ganhos adicionais deste negócio: ao verificar que os seus parceiros comerciais, que utilizam o seu produto, ganham sistematicamente as corridas, o empreendedor tem uma satisfação pessoal que corresponde aos seus *idiosyncratic* BPC.

por ter o controlo. Na verdade, um acionista obtém proveito psicológico por desenvolver um negócio da forma que melhor entende, formando-se um sentimento de propriedade relativamente à sociedade (afinal, ele é o controlador), embora esta não seja verdadeiramente, ou pelo menos, totalmente «sua», pelo menos no sentido jurídico da palavra. O valor destes benefícios dependerá das características pessoais ou do perfil de investimento do acionista controlador — a sua personalidade, ambição económica, ou, no caso de uma sociedade, o grupo em que se integra, entre outras variáveis — e da sociedade que em concreto controla — tipo de sociedade, sua dimensão económica, ramo de negócio, quota de mercado, qualidade de sociedade aberta ou fechada, entre outros. Questiona-se se este valor é avaliável pecuniariamente, o que já foi defendido no sentido positivo, sendo posteriormente distribuído *pro-rata*, quando disponível<sup>30</sup>. Se assim for, este valor acabará também por traduzir uma quantificação pecuniária da ideia de negócio, na qual o investidor acredita genuinamente, confiando que levará a uma criação de valor sobre o total dos recursos investidos (tempo, dinheiro, dedicação e esforço, outros<sup>31</sup>), quando implementada com sucesso. Enquanto o controlador pretende o máximo de liberdade para prosseguir os seus objetivos e obter o máximo de proveito possível, os investidores, apesar de quererem beneficiar deste valor, tentam limitar a liberdade daquele, com o objetivo de reduzir a extração de BPC<sup>32</sup>.

Em segundo lugar, os BPC podem traduzir-se em situações de infidelidade patrimonial, denominados de *diversionary*, que, por contraposição aos *idiosyncrats*, assumem a natureza de *rents*, constituindo naquelas vantagens que o sócio retira ao desviar totalmente os bens e

---

Pensando noutros exemplos, um sócio de uma sociedade de advogados bem conceituada, tem ganhos psicológicos por ter o apelido naquela sociedade, um acionista de um clube tem ganhos em falar com os jogadores, o acionista de uma empresa familiar tradicional, tem ganhos por desenvolver o negócio de família. Muitos outros exemplos similares poderiam ser fornecidos.

<sup>30</sup> GOSHEN ZOHAR e ASSAF HAMDANI, «Concentrated Ownership... cit., p. 8. Parece-nos, adiantando um pouco sobre o estudo que advirá, que o único modo de distribuição destes benefícios será através da venda de controlo, mediante a instituição da OPA obrigatória num ordenamento jurídico, uma vez que provavelmente será nos casos de venda do controlo que os benefícios desta natureza se reflectirão num valor económico. Será provavelmente por esta razão que ALESSIO M. PACCES, *Featuring Control Power...* cit., p. 281, afirma que este tipo de BPC deverá ser excluído das regras de *corporate governance*.

<sup>31</sup> Distinguem-se dos BPC não pecuniários, como fama, poder político, orgulho. Portanto, para GOSHEN ZOHAR e ASSAF HAMDANI, «Concentrated Ownership... cit., p. 11, o *idiosyncratic value* consiste no valor pecuniário expectável se o projecto do controlador foi bem sucedido, os quais serão distribuídos proporcionalmente entre o controlador e os restantes investidores.

<sup>32</sup> GOSHEN ZOHAR e ASSAF HAMDANI, «Concentrated Ownership... cit., p. 13-14, destacaram que a visão tradicional do Direito das Sociedades Comerciais atual tem por objetivo limitar três potenciais conflitos: (i) entre os *shareholders*; (ii) entre estes e a administração; (iii) entre a sociedade e sócios com direito de voto. Contudo, no seu entendimento, atualmente o Direito das Sociedades Comerciais tem por objetivo estabelecer um equilíbrio entre o *idiosyncratic value* e os *agency costs* (de notar que estes incluem nos *agency costs* os BPC, concepção que afastámos).

lucros da empresa<sup>33</sup>. *Rents* constituem compensações pecuniárias para a posição que o controlador ocupa na sociedade. Um sócio que seja simultaneamente membro do órgão de gestão, pode aprovar remunerações demasiado altas, em prejuízo dos demais acionistas. Quando um sócio pede dinheiro emprestado a uma sociedade, sem lhe pagar juros *porque* ele é o controlador, ou até, por vezes, acabando por nunca o devolver, ele está a retirar valores que pertencem a todos os acionistas.

Por último, podem ainda os BPC ser *distortionary*, consistindo em alterações ou distorções na administração da sociedade (quer pelo próprio controlador, quando é um sócio-administrador, quer pelo administrador em conluio com o sócio), com vista a maximizar a extração de benefícios especiais, ao invés da procura pela obtenção do máximo lucro possível<sup>34</sup>. Caracterizam-se por constituir vantagens que se retiram pela gestão ineficiente dos recursos da sociedade, como acontece frequentemente nos casos em que são atribuídos privilégios aos membros do conselho de administração (*perquisites*<sup>35</sup>), quando estes são simultaneamente sócios: a utilização de viaturas da sociedade ou a aquisição de bens desnecessários para que possa o sócio deles usufruir constituem exemplos de uma utilização abusiva dos recursos da sociedade.

Com implicação direta nos direitos patrimoniais dos sócios, os BPC seriam em abstrato, quando *distortionary* ou *diversionary*, correspondentes à diferença entre o valor que a acção dos não controladores (que não beneficiaram das vantagens) assumiria no caso de não terem sido extraídas estas vantagens e o valor que elas assumem no momento da avaliação.

III. Uma outra divisão pode ser aferida com base no critério da suscetibilidade de avaliação pecuniária dos BPC, sendo a classificação bipartida em patrimoniais<sup>36</sup> e não patrimoniais. Podemos neste momento afirmar que os BPC patrimoniais integram os BPC *diversionary* e *distortionary*, *i.e.*, aqueles que são suscetíveis de avaliação pecuniária. As

---

<sup>33</sup> ALESSIO M. PACCES, *Control Matters...* cit., p. 14, explicando na p. 15 que «[a]number of market and non-market institutions try to make sure that distortionary PBC are extracted in a limited amount, so that separation of ownership and control still allows capturing gains from trade».

<sup>34</sup> ALESSIO M. PACCES, *Control Matters...* cit., p. 14.

<sup>35</sup> Vide. PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...*cit., pp. 822 e ss..

<sup>36</sup> Preferimos adoptar esta formulação, ao invés de adotar a de PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...*cit., pp. 485 e ss. e MIGUEL CANCELA DE ABREU, em *Benefícios Privados...* cit., p. 16, entre pecuniários e não pecuniários. Sendo uma categoria mais abrangente, os BPC patrimoniais têm a vantagem de integrar outros benefícios que não apenas os que são extraídos sobre a forma de dinheiro. Afinal, como nota EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, *Efficiency in Private ...* cit., p. 17, mesmo os BPC não pecuniários acabam sempre por ter um valor pecuniário, nem que seja apenas para o controlador.

vantagens patrimoniais a retirar pelo controlador podem<sup>37</sup> dever-se a (i) um aumento das receitas, devido à existência de projetos mais adequados pelo controlador, ou por este deter produtos ou serviços complementares aos vendidos pela sociedade controlada, conseguindo atingir, conseqüentemente, o aumento das vendas ou, ainda, por ter estabelecido relações com clientes; (ii) maiores margens de operação, pela eliminação de custos de operação ou criação de economias de escala, aliados a um maior poder negocial, ou, também, (iii) eficiências no *working capital*, em virtude de *lower cash balances*, da maior capacidade de negociação de termos de pagamento ou de prazos de entrega, melhores políticas de crédito junto da banca.

Muitas vezes, os BPC não patrimoniais não são valorizados pelos restantes acionistas — os acionistas não controladores (*outsiders*). Dado a elevada dispersão de capital, e por não pretenderem assumir os custos (tempo, recursos, entre outros) inerentes ao acompanhamento da atividade da sociedade no seu quotidiano, estes pequenos accionistas tipicamente desconhecem a atividade da sociedade e do acionista controlador. Porém, a falta de ativismo pelos *outsiders* pode potencializar a ligação entre o administrador e o controlador, fomentando a extração de BPC. Este cenário terá lugar tendencialmente em estruturas muito concentradas, como é o caso da maioria das sociedades portuguesas<sup>38</sup>.

---

<sup>37</sup> Como destacou JAY E. FISHMAN, Discussion Draft – *The Measurement and Application of Market Participant, Acquisition Premiums*, Chair Appraisal Practices Board, 2013, p. 16, disponível em [www.appraisers.org](http://www.appraisers.org).

<sup>38</sup> ALESSIO M. PACCES, *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control*, in ECGI, Law working paper n.º 131/2009, 2009, p. 8, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1448164](http://www.ssrn.com/abstract=1448164). Se atentarmos ao *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas* de 2012 (pp. 14 e 15, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), elaborado pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM), podemos constatar que «[f]oram identificadas, no final de 2012, 205 participações qualificadas nas 43 sociedades com ações cotadas na Euronext Lisbon em 31 de Dezembro de 2012, que correspondiam a 76,1% do capital social e a 69,2% da capitalização bolsista das sociedades». Como foi notado naquele relatório da CMVM, em 2012, em «24 sociedades (54,5%) uma pessoa física ou jurídica exercia domínio nos termos do artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários (controlava pelo menos 50% dos direitos de voto). Estas 54,5% empresas representavam 35,0% da capitalização accionista total, donde se conclui que as posições dominantes existiam maioritariamente em empresas de menor dimensão». Por outro lado, notava a CMVM que em 2012 o «capital social disperso representava, em média, 21,9% do capital social das sociedades, e era mais relevante nas do sector financeiro (37,8%) e nas integrantes do PSI-20 (30,0%). Por oposição, era particularmente reduzido entre as de menor dimensão e liquidez. Se em vez de se usar uma média aritmética simples, o capital social for ponderado pela capitalização bolsista, o peso estrutural dos Investidores Qualificados surge reforçado, bem como o do Estado. O *free float* era também superior (29,9%). As sociedades do sector financeiro tinham um *free float* mais elevado que as demais, ultrapassando os 37% em termos de capital social e os 44,4% se o capital social for ponderado pela capitalização bolsista. Esta situação corresponde, no essencial, à maior dificuldade de aquisição de participações qualificadas em sociedades de maior dimensão e liquidez em virtude do maior montante de investimentos que tais posições exigem nestes casos». Contrariamente ao expectado, 3 ao que normalmente é indicado pela doutrina, Espanha apresenta um nível baixo de concentração acionista. De acordo com o «Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX 35», preparado pela *Comisión Nacional del Mercado de Valores* relativamente ao exercício de 2014, «[e]l promedio de capital en manos de los accionistas significativos disminuyó 4,2 puntos porcentuales hasta situarse en el 28,4% del capital. La variación más importante corresponde a las entidades financieras con un descenso de 2,93 puntos porcentuales respecto a 2012. En el 17,1% de las sociedades del Ibex (20% en 2012) alguna persona física o jurídica poseía la mayoría de los derechos de voto o ejercía o podía

IV. Muitas outras divisões poderão ser realizadas, atendendo a outros critérios<sup>39</sup>. Parece-nos particularmente útil uma distinção que assente na forma de extração, tal como fazem Ronald J. Gilson e Jeffrey N. Gordon<sup>40</sup>, a qual será por nós especialmente abordada adiante, sendo de enfatizar os BPC derivados (i) do «exercício do poder de direção»<sup>41</sup> (incluindo aqui a extração mediante contratação específica e operações correntes), (ii) da venda do controlo ou (iii) que tenham por fonte as operações de *freeze-out* (ou *squeeze-out*).

Torna-se essencial desvendar no ordenamento jurídico nacional, algum reflexo do que até agora foi afirmado. Atentemos, por essa razão, no artigo 58.º, n.º 1, alínea *b*), do Código das Sociedades Comerciais (CSC), a referência que se faz a «vantagens especiais». Estas têm sido reconduzidas pela doutrina e jurisprudência nacionais a proveitos patrimoniais (ainda que indiretos), caracterizando-se por não ser benefícios *comuns nem gerais*<sup>42</sup>: noutra formulação, estas vantagens serão os referidos BPC. Trata-se de proveitos (i) que não são distribuídos a todos os (acionistas) que se encontram perante a sociedade em situação semelhante às dos beneficiários<sup>43</sup>, bem como daqueles (ii) que, não havendo sujeitos em situação semelhante aos

---

*exercer el control*». Sobre os níveis de concentração de propriedade em vários mercados nacionais de capitais, vide LUCA ENRIQUES e PAOLO VOLPIN, «Corporate Governance... cit., p. 119 [117-140].

<sup>39</sup> Tome-se, a título de exemplo, a interessante divisão realizada por OLAF EHRHARDT e ERIC NOWAK, *Private Benefits and Minority Shareholders Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)*, EFA 2003 Annual Conference Paper n.º 809, 2003, pp. 9 e ss., disponível em [www.ssrn.com/abstract=423506](http://www.ssrn.com/abstract=423506), que os dividem em 4 tipos, consoante a alta ou baixa suscetibilidade de transmissão. Nos casos de alta suscetibilidade de transmissão (*transferability*), os casos de (i) *self-dealing*, em que o controlador recebe uma compensação (pecuniária) acima do preço pago pelo mercado, havendo um desvio dos recursos da sociedade através dos preços arbitrários praticados ou por ter acesso a mútuos e garantias menos onerosos; e (ii) «*Amenities*», constituindo BPC não pecuniários, poderão ser facilmente transmitidos para um futuro controlador, como «*winning the world series*» ou «*influencing public opinion*». Já no que respeita aos casos de baixa suscetibilidade de transmissão (*low transferability*), seriam de destacar (i) «*dilution*», correspondentes a BPC pecuniários extraídos pela redução da influência na sociedade, causadas por aumentos de capital social, «*creeping acquisitions*», *freeze-out* ou *squeeze-out*; e (ii) «*reputation*», constituindo BPC não pecuniários resultantes de prestígio social, tradições familiares, entre outros. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória e controlo indireto», in *RDS*, IV, 2012, n.º 3, p. 603 [593-661], destaca ainda a distinção realizada por JENS DAMMANN, entre os *extracted private benefits*, dos *independently created private benefits*, estes últimos não envolvendo custos para os restantes acionistas. Veja-se ainda, PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...cit.*, pp. 483 e ss..

<sup>40</sup> RONALD J. GILSON e JEFFREY N. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, University of Pennsylvania Law Review, n.º 152, vol. 2, 2003, p. 3, disponível em [www.ssrn.com/abstract=417181](http://www.ssrn.com/abstract=417181).

<sup>41</sup> Tradução de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade – Por um Critério Unitário de Solução do «Conflito do Grupo», Lisboa, Almedina, 2012, p. 370, nota 1147.

<sup>42</sup> Assim, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2006, p. 156.

<sup>43</sup> Existindo, nestes casos, violação aos princípios da igualdade e da lealdade entre acionistas. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, «Diálogos... cit.», p. 47.

beneficiários, não deveriam ser concedidos, possibilitados ou admitidos a quem hipoteticamente ocupasse posição equiparável<sup>44</sup>.

### 3. O lugar dos BPC na realidade empresarial. Vantagens e desvantagens.

#### 3.1. Estruturas de Mercado, modelos de financiamento e os BPC. Vantagens e desvantagens.

I. Na procura de financiamento, a sociedade pode apostar em instrumentos do mercado de capitais (*equity finance*), recorrendo ao capital de investidores que se tornam accionistas ou, alternativamente, em outros instrumentos fora daquele mercado (*debt finance*),

---

<sup>44</sup> Para cabalmente compreender a ilicitude destas vantagens especiais (BPC) referidas no artigo 58.º, n.º 1, alínea c) do CSC, é necessário distinguir o seu conceito dos simples benefícios do controlo. Prestaremos mais atenção ao preceito adiante, no âmbito das deliberações abusivas como mecanismo de limitação dos BPC, mas adiantamos, desde já, que a regra daquele preceito estabelece que será abusiva e, conseqüentemente, nula, a deliberação pela qual o acionista obtenha vantagens especiais (ainda que com ou sem prejuízo dos outros acionistas e de terceiros). Para tal, atente-se ao Acórdão do TRP de 17.02.2011, processo n.º 117/07.0TYVNG.P1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt)), onde se considerou que a «aprovação da proposta do sócio F... no sentido de que os elementos para os órgãos sociais da 2.ª Ré o incluíssem a ele e ao filho N.... [sendo que e]ssa deliberação foi aprovada com 52% dos votos», não é abusiva, na medida em que «pelo facto de numa sociedade se formar uma maioria correspondente a determinada parte do capital social, também maioritária, não é sinónimo de abuso da posição de domínio». O tribunal acaba, justamente, por decidir com base na diferença entre benefícios do controlo e BPC, embora não atendendo a essa formulação. Os benefícios do controlo são, pois, o conjunto de vantagens de natureza pecuniária ou não pecuniária privativas do sócio controlador de uma sociedade, derivados do exercício do poder de direcção (através de mecanismos operacionais jus-societários) na actividade da corrente daquela sociedade. Embora tenham em comum com os BPC o facto de poderem ser extraídos pelo acionista controlador *porque* a ele pertence o poder de controlar a sociedade, a verdade é que estes são extraídos sem violação dos princípios da proporcionalidade e da igualdade entre acionistas.

A distinção entre benefícios do controlo e BPC parece residir no facto de aqueles serem *comuns* e *gerais*, enquanto estes são *privativos* e *especiais*. Os benefícios do controlo podem ser retirados por todos os acionistas — eles resultam, pois da suscetibilidade de exercer *influência* na gestão da sociedade —, integrando as suas participações sociais até que exista um acionista que adquira o controlo (e cuja participação social absorve este valor às restantes, levando à valorização daquela e à desvalorização destas). É a natureza do controlo e da *influência* que determinam que assim seja: quem tem *influência*, tem responsabilidades adicionais e benefícios adicionais, quem não tem influência, não tem uns, nem outros. Estes benefícios refletem-se naturalmente no valor das ações dos respetivos acionistas, mas em nada diminuem *qualitativamente* os seus direitos: os acionistas minoritários continuarão a receber proporcionalmente os lucros, a ter direitos *pro rata* sobre os direitos patrimoniais que detêm na sociedade e conservam os seus direitos políticos, ainda que comprimidos (e nesse sentido, economicamente desvalorizados), em virtude da sua ineficácia para exercer *influência* sobre a sociedade. Contrariamente, esta desvalorização da participação social dos acionistas livres não tem lugar por efeito da aquisição do controlo pelo controlador, um ato lícito — que motivou, por exemplo, os seus direitos políticos — mas por ato próprio do controlador ou por ato de terceiros em conluio com ele, *maxime*, os titulares dos órgãos de administração.

Os BPC distinguem-se ainda de outros benefícios patrimoniais, desde logo, por estes últimos não pressuporem nem serem extraídos *através* do exercício do controlo. Exemplificando, o dividendo prioritário atribuído pelas ações preferências sem voto (constitui um benefício patrimonial), traduz-se num direito que o acionista titular terá, caso exista deliberação de distribuição de lucros, *por efeito legal e independentemente do exercício do direito de voto*.

v.g. do sistema bancário, nos quais os financiadores não assumem qualidade de accionistas daquela. São vários os mercados de capitais existentes<sup>45</sup>, não havendo ainda um mercado de capitais comum (mesmo europeu), gerido por uma única entidade gestora, onde os instrumentos financeiros circulem sem limitações. Assim, uma vez que esta poderá ter influência na suscetibilidade de extracção de BPC, é essencial atender à estrutura de capital das sociedades que atuam em cada mercado, podendo esta ser, essencialmente, de dois tipos: concentrada ou diversificada, consoante exista ou não um sócio controlador<sup>46</sup>. No nosso entender, a estrutura dos mercados de capitais não pode ser vista sem atender a estes mecanismos de *corporate finance*, pois é a opção entre estas estruturas de financiamento que motiva o maior desenvolvimento do mercado de capitais ou do sistema bancário de cada Estado<sup>47</sup>.

A estrutura de capital das sociedades que atuam nos mercados europeus surgiu no período pós-guerra, não tendo sofrido desde então grandes alterações, com exceção dos programas de privatização de larga escala que tiveram lugar nas décadas de 80 e 90 do século XX, incluindo em Portugal<sup>48</sup>. Atualmente, os mercados dos países de *common law*, caracterizam-se por ter uma estrutura (tendencialmente) diversificada, enquanto os países de *civil law*, têm tendência para apresentar um mercado com estrutura concentrada<sup>49</sup>.

II. Várias foram as tentativas de justificar a existência e opção pelas sociedades entre as referidas estruturas de capital, sendo que a mais conhecida foi a formulada por Rafael La

---

<sup>45</sup> Assim, geralmente, estes mercados estão associados a um território estadual, sendo que cada mercado apresenta diversas características, que dependem dos mais diversos fatores. Sobre o assunto, veja-se o estudo de LUCIAN A. BEBCHUK e ASSAF HAMDANI, «The elusive quest for global governance standards», in *University of Pennsylvania Law Review*, Volume 157, 2009, pp. 1263-1317, pp. 16 e ss. da cópia electrónica disponível em [www.ssrn.com/abstract\\_id=1374331](http://www.ssrn.com/abstract_id=1374331).

<sup>46</sup> RAGHURAM G. RAJAN e LUIGI ZINGALES, «Financial Dependence and Growth», in *National Bureau of Economical Research*, working paper n.º 5758, 1998, p. 31, disponível em [www.nber.org](http://www.nber.org), foram, provavelmente, dos primeiros autores a referir a importância da estrutura nacional do capital das sociedades, alertando para que o desenvolvimento do mercado financeiro pode ter impacto nessa estrutura. Deve destacar-se que esta dicotomia entre sociedades de estrutura concentrada ou dispersa não é rígida, existindo mercados em que determinadas sociedades apresentam uma estrutura híbrida.

<sup>47</sup> ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, «A survey of corporate governance... cit., p. 762 [737-783], destacando que o recurso ao crédito bancário é o mecanismo mais comum de financiamento, à data, no mundo.

<sup>48</sup> Este fenómeno das privatizações teve como consequência a redução do papel do Estado como controlador das sociedades, passando em larga escala a ser privados a deter o controlo das sociedades. THOMAS KIRCHMAIER e JEREMY GRANT, *Corporate Ownership Structure and Performance in Europe*, CEP discussion paper n.º 0631, p. 3, disponível em [www.ssrn.com/abstract=616201](http://www.ssrn.com/abstract=616201). Hoje, após a crise 2007/2008, não totalmente ultrapassada, verificamos uma nova fase de privatizações no sul da Europa, incluindo em Portugal.

<sup>49</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate...* cit., pp. 33 e ss., destacando várias condicionantes da estrutura de capital: (i) risco empresarial (*business risk*); (ii) tratamento fiscal ao endividamento; (iii) custos de insolvência; (iv) custos de agência; (v) flexibilidade financeira; (vi) dimensão da empresa; entre outros.

Porta, Florencio Lopez-de-Silanes e Andrei Shleifer<sup>50</sup>, os quais defenderam que a justificação era a de que os mercados com maior proteção aos investidores teriam uma estrutura mais diversificada, uma vez que os investidores estariam dispostos a abdicar de deter um bloco de participações sociais, sem receio de serem «expropriados» por *insiders*, privilegiando a diversificação do seu investimento<sup>51</sup>. Esta proteção dos direitos dos acionistas (em especial dos não controladores) promove o desenvolvimento dos *equity markets*<sup>52</sup>, o qual é medido através do aumento do valor das sociedades, do número de sociedades abertas e o valor dessas

---

<sup>50</sup> RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES e ANDREI SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, Harvard Institute of Economic Research Paper n.º 1840, 1998, pp. 3 e 4 e, em especial, pp. 19 e ss., disponível em [www.ssrn.com/abstract=103130](http://www.ssrn.com/abstract=103130), e fontes aí citadas. Analisando mercados de 27 países, consideram ser 12 os países que possuem boa proteção dos investidores, maioritariamente países de *common law*, sendo os restantes maioritariamente de *civil law*. Tal, defendem, decorre de, naqueles mercados, os investidores não terem receio da extração de benefícios especiais por parte de outros *shareholders*, nomeadamente através de vendas de controlo ou através da atividade desenvolvida por *raiders*: os direitos do investidor, reconhecidos por um sistema judicial eficiente, diminuiriam a possibilidade de extração de BPC permitiriam a determinariam a dispersão do capital.

<sup>51</sup> Contudo, como chamou a atenção RITA AMARAL CABRAL, na arguição da dissertação de Miguel Cancela de Abreu, apresentada no dia 22.05.2014, na Faculdade de Direito da Universidade Católica — Escola de Lisboa, esta explicação, que assenta naquilo que é apelidado por «poder modelador da lei», não explica o aparecimento de «cláusulas oligárquicas» que atribuem a um acionista o poder de nomear titulares de órgãos sociais no Reino Unido que pertencem à *common law*, tal como não justifica que na Alemanha se prevejam múltiplos direitos para os sócios minoritários, mas não tenha um mercado com elevado de dispersão, mantendo-se um mercado concentrado. Cumpre questionar então se não serão estas diferenças devidas também a circunstâncias históricas e geográficas.

Nos EUA, as sociedades sempre tiveram de enfrentar um mercado que, pela sua grandeza e alta competitividade, impunha grande concentração de meios, justificando que a sociedade comercial se tornasse um instrumento privilegiado para captar poupanças, nomeadamente estrangeiras (gerando consequentemente a dispersão do capital). Assim, JOHN C. COFFEE (Jr.), «The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control», in *Yale Law Journal*, n.º 111. vol. 1, 4 n.º 6, 2001, pp. 1-86, disponível em [www.yalelawjournal.org](http://www.yalelawjournal.org), destacando (nas pp. 9 e ss. e 26 e ss.) a abertura dos países de *common law* a *self-regulatory institutions* e o papel dos bancos e banqueiros de investimento, como J.P. Morgan — sendo que na Europa não existiam, à data, bancos de investimento com a mesma dimensão — que investiam em *equity* dos seus clientes, integrando muitas vezes o seu *board* e promoviam *merges & acquisitions*, com vista garantir a eficiência económica das sociedades. Por outro lado, medidas como o *New Deal*, associadas à hostilidade popular face às instituições financeiras, promoveram um sistema desenhado no investidor de retalho. Sobre o papel dos bancos no financiamento de sociedades, em especial, sobre o surgimento dos bancos de investimento, vide PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...*cit., pp. 598 e ss.

Na Europa continental, as sociedades sempre destinaram a sua produção para os mercados nacionais, mais reduzidos. Por essa razão, o desenvolvimento das sociedades só assumiu um especial papel desde a constituição da liberdade de circulação de bens e capitais, com a introdução do Euro como moeda única e pela integração em estruturas transnacionais de mercado de capital (como, no caso português, a integração da Euronext ou o MIBEL, enquanto redes de distribuição). Tal explica pois que, mesmo quando sedeadas em economias desenvolvidas, as sociedades apresentem, na sua esmagadora maioria, dimensão média e capital concentrado (e.g. na Alemanha).

No Reino Unido, as medidas de cariz fiscal dos anos 50 do século XX, levaram os investidores individuais a vender as suas ações aos investidores institucionais nacionais, o que teve como consequência que nos anos 70, a maioria das ações daquele país fossem detidas por investidores nacionais, os quais tiveram um papel ativo e efetivo na definição do regime das sociedades abertas, naquele país. Entre uma das várias consequências, que melhor veremos adiante, encontra-se a natureza de *soft law* que o *City Code on Takeovers and Mergers* assumiu até transposição da Diretiva que regula as Ofertas Públicas de Aquisição.

<sup>52</sup> LUCIAN A. BEBCHUK e ASSAF HAMDANI, «The elusive quest... cit., p. 1 da cópia electrónica.



ações que circulam pelo mercado<sup>53</sup>. Em particular, a prevenção de extração de benefícios especiais por parte dos órgãos de administração<sup>54</sup> (custos de agência ou *agency costs*) e pelos sócios controladores (BPC) à custa dos sócios *outsiders*, constitui um requisito essencial para o desenvolvimento do mercado de capitais e para a harmonização e integração dos mercados financeiros da União Europeia (doravante, UE), o que se traduz num passo para os aproximar dos mercados norte-americanos, que continuam a desempenhar um papel de maior relevo no desenvolvimento do financiamento de sociedades<sup>55</sup>. Repare-se que já em 1997, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny<sup>56</sup> afirmavam que, nas grandes sociedades, o grande problema dos *agency costs* — para os quais o mercado societário já tomou consciência — não era tanto o existente nas relações entre os sócios e os administradores, mas o resultante das relações conflituosas entre os investidores (*outsider investors*) e os controladores.

Consideram Giovanna Nicodano e Alessandro Sembenell<sup>57</sup> que a difusão da propriedade nas sociedades se encontra numa correlação tendencialmente negativa com os BPC (falando especialmente nos *control rents*, já abordados *supra*). Repare-se que os sócios (e principalmente os não controladores), ao investirem numa sociedade, entregam o seu dinheiro a um ente, confiando a gestão desse dinheiro a terceiro, uma vez que não controlam a sociedade, arriscando-se a que o seu investimento possa ser utilizado oportunisticamente pelos *insiders* de forma a prosseguir interesses próprios<sup>58</sup>.

Nos mercados de estrutura diversificada, em que as participações estão mais dispersas pelos investidores, a questão da extração dos BPC não se colocaria com a mesma acuidade

---

<sup>53</sup> RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. WISHNY, «Investor protection and corporate governance», in *Journal of Financial Economics*, n.º 58, 2000, p. 15, disponível em [www.ssrn.com/abstract=183908](http://www.ssrn.com/abstract=183908).

<sup>54</sup> Sobre o problema subjacente à teoria da agência, também designado por «*agency problem*», vide PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...* cit., pp. 769 e ss.

<sup>55</sup> Comissão Europeia, *Impact Assessment...* cit., p. 27.

<sup>56</sup> ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, «A survey of corporate governance... cit., p. 739 [737-783]. Merece no entanto destaque que os autores denominam simultaneamente *agency costs* aos custos de agência que integra os BPC. O estudo é ainda assim muito interessante, porque analisa mecanismos ao dispor dos investidores (que concedem crédito) para limitar os BPC e os custos de agência, embora não seja o âmbito do nosso estudo.

<sup>57</sup> GIOVANNA NICODANO e ALESSANDRO SEMBENELLI, «Private Benefits, Block Transaction Premiums, and Ownership Structure», working paper, Universidade de Turim, 2000, p. 12, disponível em [www.ssrn.com/abstract=21224](http://www.ssrn.com/abstract=21224).

<sup>58</sup> Tal deve-se ao facto de esta separação entre propriedade e controlo permitir uma especialização de funções: os investidores, que apenas pretendem receber lucros do seu investimento, confiam o seu investimento nos controladores, empreendedores com capacidade especializada de gestão da sociedade. JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Estudios de Derecho Mercantil, Madrid, Civitas Ediciones, 1999, p. 54.

com que se coloca nos mercados com maior concentração, já que, os acionistas não exercem influência significativa sobre a administração que exerceria o sócio controlador. Aqui, nenhum sócio tem poder de decidir sozinho os destinos da administração, sendo estes determinados ao «sabor» das maiorias que são formadas em sede de assembleia geral e do conselho de administração — que seria mais independente, por não existir nenhum sócio controlador. Tal motivaria e possibilitaria, no entanto, a extração de custos de agência (*agency costs*)<sup>59</sup> pelos membros dos órgãos de administração.

Nas sociedades de estrutura concentrada, o controlador encontra um maior incentivo para utilizar efetivamente os seus poderes na estrutura societária, por forma a maximizar os benefícios que retira das suas ações — o que terá como efeito, em princípio, a sua valorização<sup>60,61</sup> e a distribuição pela coletividade dos sócios dos lucros que daí possam advir

---

<sup>59</sup> Sobre os custos de agência, vide PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...* cit., pp. 814-825. A doutrina tem procurado compreender quais os vários mecanismos que têm sido desenvolvidos para tentar mitigar os custos de agência e proteger os investidores. THOMAS KIRCHMAIER e JEREMY GRANT, *Corporate Ownership...* cit., p. 5. Desde logo, existem *mecanismos internos*, onde se incluem a cuidadosa composição e estrutura do conselho de administração, uma estrutura de remuneração de administradores executivos e não executivos, assim como a estrutura da sociedade, i.e. o nível de concentração. Por oposição, existem ainda os *mecanismos externos*, como a existência de um mercado de controlo, a dedicação dos sócios e os esforços que desempenhem no sentido de tentar controlar estes custos e, muito relevante, a proteção legal que seja conferida aos investidores. Parece que estas medidas são muito mais importantes nas sociedades de estrutura diversificada, sendo muitas delas praticamente irrelevantes nas sociedades de estrutura concentrada, pois o controlador consegue fazer com que a administração atue de acordo aos seus interesses. Como notam LUCIAN A. BEBCHUK e ASSAF HAMDANI, «The elusive quest... cit., p. 37 da cópia electrónica, uma solução proposta para este problema passa, por dotar o conselho de administração de administradores independentes. Observam no entanto os autores que «[t]he critical question is from whom should directors be independent?». Parece-nos que nas sociedades de estrutura diversificada, os não controladores devem preocupar-se com a administração, sendo por isso essencial garantir a independência dos administradores face à sociedade e aos membros do conselho de administração, nomeadamente a potenciais atividades concorrentes. Por outro lado, a exclusividade é um incentivo à eficiência, com reflexos no valor das ações e da sociedade. Já nas sociedades de estrutura concentrada, parece que os sócios externos devem preocupar-se com a independência do conselho de administração face ao controlador, já que é este que poderá com maior probabilidade prejudicar os seus interesses. Sobre administradores independentes no ordenamento jurídico nacional, J.M. COUTINHO DE ABREU, *Governança das sociedades comerciais*, 2.ª edição, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 80 e ss.

Segundo ALESSIO M. PACCES, *Featuring Control Power...* cit., p. 152, «the typical problem of agency relationships is the conflict of interest of the agent when it comes to performing some task on the principal's behalf. Scope for exploiting the conflict of interest is provided by asymmetric information. The agent may pretend to be more skilled than he actually is (hidden information), in order to be hired – or not to be reaced. Alternatively, he may cheat on the principal by underperforming his obligations, or not performing them at all, to the extent that he has some chances of not being caught (hidden action)».

<sup>60</sup> OLAF EHRHARDTE e ERIC NOWAK, *Private Benefits...* cit., pp. 9 e ss, disponível em [www.ssrn.com/abstract=423506](http://www.ssrn.com/abstract=423506).

<sup>61</sup> Pode o contrato social prever modos de limitar a capacidade da maioria para o exercício dos poderes de controlo, por exemplo, através da limitação do poder de voto dos sócios, quer por estabelecer um teto de votos permitido por sócio, como se prevê no artigo 384.º, n.º 2, alínea b) do CSC, quer por exigir maiorias «musculadas» para a tomada de determinadas decisões de maior importância. Repare-se que, se nas sociedades de estrutura concentrada, estas medidas podem ser extremamente protetoras dos investidores — já que obrigam o controlador a tomar em conta os interesses dos sócios minoritários —, nas sociedades de estrutura diversificada, estas medidas poderão prejudicar ainda mais os investidores: tendo por objetivo incentivar os *shareholders* a

segundo as regras de proporcionalidade estabelecidas no CSC e no contrato social<sup>62</sup>. O sócio controlador tem maior capacidade — e terá vantagens em fazê-lo — para acompanhar a atividade dos administradores da sociedade (e reduzir os *agency costs*<sup>63</sup>), com quem desenvolve estreitas relações<sup>64</sup>, já que na maioria das vezes, são por si designados e destituídos. Os administradores que queiram manter o seu cargo irão atuar no interesse do controlador, muitas vezes sem necessidade de grandes privilégios<sup>65</sup>. Quem melhor do que o controlador para supervisionar a atividade de administração? Afinal, o controlador tem normalmente as *skills/capacidades, competências* (ele é um *expert* na atividade), a oportunidade (ele participa no negócio), os mecanismos (poderes de exercer influência dominante) e o incentivo (ele tem direito a eventuais lucros que advenham dos resultados do exercícios se assim for deliberado em assembleia geral) para o fazer.

III. Este é o primeiro passo para o controlador extrair benefícios especiais — muitas vezes, verdadeiros desvios do valor da empresa, através de operações de *self-dealing* e outras

---

cooperarem, impossibilitando-os de, na ausência dessa cooperação, tomarem decisões, isto leva a que não havendo um sócio controlador, seja mais difícil aos sócios expressarem o seu interesse ao conselho de administração. Desta forma, o conselho de administração é menos controlado e menos pressionado, tendo espaço para uma administração menos eficiente e com mais custos de agência. LUCIAN A. BEBCHUK e ASSAF HAMDANI, «The elusive quest... cit., p. 34 da cópia electrónica.

<sup>62</sup> Exceto quando a extração de benefícios atinja um valor superior ao criado pelo aumento de valor da sociedade em virtude do estímulo provocado pela possibilidade de extração.

<sup>63</sup> Tal motiva CLIFFORD G. HOLDERNESS, «A Survey of Blockholders... cit., p. 55, a notar que será necessário verificar casuisticamente os benefícios e custos de ter um controlador, não sendo possível, *a priori*, determinar qual a estrutura de capital que mais prejudica os *outsiders*. Por essa razão, os não controladores irão, naturalmente, preferir a presença de um sócio controlador, enquanto os BPC retirados por este forem de valor inferior às perdas resultantes dos *agency costs*. RONALD J. GILSON e JEFFREY N. GORDON, *Controlling Controlling...* cit., p. 3.. Não pode ainda esquecer-se que, devido às regras da OPA obrigatória, a situação, embora não assim tão frequente, de alterações de controlo, em que a administração é substituída por uma administração mais eficiente, traduz-se em *shared benefits of control*, como notam MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, «The law of large-block trades», in *Jornal of Law & Economics*, vol. 35, 1992, p. 269 [265-294], disponível em <https://www.bc.edu>, a existência de BPC não exclui a existência dos *shared benefits of control*, que podem coexistir.

Questionando por que se motiva a redução da extração dos benefícios de agência, JOHN C. COFFEE (JR.), *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*, Columbia Law and Economics working paper n.º 183, 2001, p. 12, disponível em [www.ssrn.com/abstract=257613](http://www.ssrn.com/abstract=257613): «are they less constrained because they are less deterred or because they can rationalize their behaviour under social norms that view the controlling shareholder as more entitled to extract such benefits?».

<sup>64</sup> Deve ainda atentar-se ao facto de muitos dos mecanismos de extração serem realizadas através da atividade dos administradores (*e.g. diversionary BPC*), sendo, pois, necessária a sua cooperação. Sabendo que algumas das formas de extração utilizam métodos ilegais e, uma vez que o administrador se encontra fortemente limitado/condicionado/influenciado pelo acionista controlador, haverá muitas situações em que, para manter o seu cargo, o administrador terá de mover-se na linha ténue que delimita a licitude da ilicitude e, quando «pisar o risco», será civilmente (e mesmo criminalmente) responsável.

<sup>65</sup> LUCIAN A. BEBCHUK e ASSAF HAMDANI, «The elusive quest... cit., p. 19 (nota n.º 68) da cópia electrónica.

transações<sup>66</sup> — em prejuízo dos restantes acionistas. Neste caso, o *insider* que poderá utilizar os recursos dos sócios para seguir oportunisticamente os seus próprios interesses é o próprio sócio controlador. Neste âmbito, a diferença entre as sociedades de estrutura controlada e as sociedades de estrutura diversificada reside *na posição que esse insider ocupa na sociedade*<sup>67,68</sup>.

Já foi defendido que os BPC são absolutamente essenciais ao controlador, que sem eles nenhum acionista estaria disposto a controlar uma sociedade<sup>69</sup> e que é a sua extração que o

---

<sup>66</sup> Nas sociedades de estrutura concentrada, será necessário tomar em atenção quaisquer preparativos do sócio controlador e do conselho de administração para aproveitamento das oportunidades de negócio (*diversion of collective opportunity*) que caberiam à sociedade, assim como, para operações de *freeze-out* ou de transações entre a sociedade e o controlador ou de pessoas que com ele estabeleça qualquer tipo de relação juridicamente relevante. Sobre as oportunidades de negócio societárias e os deveres de lealdade dos administradores, vide PEDRO CAETANO NUNES, *Corporate Governance...* cit., onde na p. 100, exprime a opinião de que o dever de não apropriação de oportunidades do negócio da sociedade pelos administradores tem o seu fundamento legal no artigo 762.º do Código Civil. Nas sociedades de estrutura diversificada este problema não se coloca com a mesma intensidade já que, normalmente, os administradores têm menos oportunidades para estabelecer negócios no interesse do controlador com partes relacionadas ou para aproveitar oportunidades de negócios que caberiam à sociedade.

<sup>67</sup> Não poderemos concordar com GIOVANNA NICODANO e ALESSANDRO SEMBENELLI, «Private Benefits, Block Transaction Premiums... cit., p. 12, quando afirmam que a dispersão da *ownership* está positivamente relacionada com os *profits* (havendo menor suscetibilidade de extração de BPC), porque numa relação inversa os *monitoring costs* aumentam com a difusão da propriedade.

<sup>68</sup> As características específicas da sociedade constituem outro dos critérios que faz variar o volume dos BPC suscetíveis de extração. Entre elas, destaque-se imediatamente o tamanho da sociedade e valor de faturação, o seu tipo e a abertura do seu capital à subscrição pública. Desta forma, numa sociedade maior, com maior valor de faturação, será maior o volume de BPC a que o controlador tem acesso, já que em princípio é maior o volume do negócio. Por outro lado, nas sociedades de capital, nomeadamente nas sociedades abertas, pela menor proximidade que existe entre os não controladores e o órgão responsável pela administração e, consequente, menos acompanhamento da atividade destes por aqueles, maior será a facilidade de extração pelo controlador. Este fator deve, no entanto, ser combinado com o facto de nas sociedades de capital não existir, com tanta regularidade, um sócio controlador com tanto poder como encontramos numa sociedade com substratos mais pessoais. Nestas últimas, a concentração de poder é maior e os sócios podem mais facilmente extrair BPC, mesmo que exista um acompanhamento efetivo da atividade do órgão de gestão pelos demais sócios. LUCA ENRIQUES e PAOLO VOLPIN, «Corporate Governance... cit., p. 122 [117-140], notando que «*families, like managers in a widely held company, can abuse their power and use corporate resources to their own advantage. When this happens in a family-controlled firm, things are even worse than in a widely held company, because controlling families cannot be ousted through a hostile takeover or replaced by the board of directors or by the shareholders' meetings*». Note-se que também a abertura do capital à subscrição pública pode fazer variar o nível de extração de BPC. Com a abertura do capital à subscrição pública, diminui-se a suscetibilidade de existir um controlador. No entanto, como resulta do que escrevemos até aqui, na existência de um controlador, os *outsiders* serão, neste tipo de sociedades, detentores de participações sociais mais pequenas e, deste modo, não se interessarão tanto em acompanhar a atividade do conselho de administração, mas apenas em receber o lucro inerente à sua participação social.

<sup>69</sup> RONALD J. GILSON e ALAN SCHWARTZ, «Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review», in *ECGI*, law working paper n.º 194/2012, p. 4, disponível em [www.ssrn.com/abstract=2129502](http://www.ssrn.com/abstract=2129502). Contra, ERIC VAN DAMME, «Preventing Abuse by Controlling Shareholders», TILEC Discussion Paper n.º 2012-038, 2012, pp. 4 e 5, disponível em [www.ssrn.com/abstract=2174399](http://www.ssrn.com/abstract=2174399).

motiva a adquirir aquela<sup>70</sup>. Não se pode esquecer que a extração dos *idiosyncrats* BPC é um incentivo essencial numa fase inicial de qualquer negócio<sup>71</sup>. Sem ele, nenhum empreendedor estaria disposto a investir o seu tempo e recursos em negócios. Deve, no entanto, tomar-se em conta, que apesar da necessidade dessa extração, o seu âmbito e formas de extração — que dependem da estrutura do mercado em análise e das características específicas e estrutura de capital da sociedade em questão — devem ser limitados. Os *distortionary* e *diversionary* BPC são vantagens que deveriam *potencialmente* ser partilhadas entre todos os sócios e não o são<sup>72</sup>.

Ademais, discute-se se a limitação dos *agency costs* pelo controlador é assim tão mais vantajosa para os acionistas não controladores, tendo-se defendido que o mercado já controla tais custos de forma cabal, tendo sido destacada a sua maior eficácia neste controlo, quando comparada com o que pode ser exercido pelos tribunais<sup>73</sup>. Os mercados respondem a más *performances* quando estas são óbvias, mas respondendo de forma retardada quando os problemas requerem um conhecimento profundo sobre a atividade e das operações da empresa para proceder a essa avaliação<sup>74</sup>. A apresentação de uma estrutura concentrada ou diversificada tem consequências para a governação de uma sociedade<sup>75</sup>, desde logo no que

---

<sup>70</sup> CLIFFORD HOLDERNESS e DENNIS SHEEHAN, «The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis», in *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 325 [317-346], disponível em <https://www.bc.edu>.

<sup>71</sup> ALESSIO M. PACCES, *Featuring Control Power...* cit., p. 289, disponível em [www.repub.eur.nl](http://www.repub.eur.nl).

<sup>72</sup> Com exceção dos *idiosyncrats* BPC, que, sendo indispensáveis à motivação do controlador, não se revelam de forma pecuniária (com exceção do momento da venda de controlo), o que motiva ALESSIO M. PACCES, *Featuring Control Power...* cit., pp. 289- 292, disponível em [www.repub.eur.nl](http://www.repub.eur.nl), a denominá-los de «“good” private benefits of control».

<sup>73</sup> Tal deve-se à regra da *business judgement rule*, que não permite cabalmente distinguir quando este foi prejudicado pelas circunstâncias económicas de quando realizou uma má gestão.

<sup>74</sup> Por exemplo, prémios de controlo altos nas OPAs, especialmente nas hostis, sugerem uma má *performance* da administração de forma persistente até que estas tenham lugar.

<sup>75</sup> As medidas que disciplinam os procedimentos de voto, *v.g.* no que toca ao voto por correspondência e por procuração são de extrema importância nas sociedades abertas de estrutura diversificada, sendo praticamente irrelevantes no que toca às sociedades de estrutura concentrada. Assim, LUCIAN A. BEBCHUK e ASSAF HAMDANI, «The elusive quest... cit., p. 28 (nota n.º 68) da cópia electrónica. O problema do voto por pessoas ausentes na assembleia, principalmente por pequenos acionistas de sociedades de estrutura diversificada, levava ao perigo de que o voto fosse exercido sem racionalidade económica. No entanto, como nota PEDRO MAIA, «[a] proeminência dos investidores institucionais [em virtude de modificações estruturais sofridas pelas sociedades nos últimos 25 anos] impôs um novo enquadramento para o velho problema do poder de voto inerente ao capital disperso: antes, não era desejável que os acionistas dispersos exercessem, eles próprios, o voto, pois isso, a acontecer — o que se mostrava, desde logo, pouco provável —, sempre redundaria em voto economicamente infundado (...). Com a progressiva concentração desse capital disperso em investidores institucionais, o perigo de o voto, sendo por eles exercido, padecer dessa irracionalidade deixou de existir. Estes *novos* pequenos acionistas não se assemelham em nada aos *antigos* pequenos accionistas» (realçados no original). PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...* cit., pp. 1074 e 1075. Destaca ainda o autor (*Idem.* pp. 1078 e ss.) que para estes investidores institucionais também sofrem do *free rider problem*: fora algumas exceções, também eles são passivos no que respeita ao acompanhamento da atividade da sociedade e preferem o direito de *exit* a opor-se ao controlador. É

respeita à contestabilidade do controlo. Nas sociedades de estrutura concentrada, a contestação do controlo será praticamente impossível, dependendo de ato do controlador. Por consequência, medidas de proteção contra ofertas hostis que tenham lugar ou medidas destinadas a minorar os custos de agência — apesar do papel que possam assumir nas sociedades de estrutura diversificada — têm, nas sociedades de estrutura concentrada, pouca relevância<sup>76</sup>. Os administradores de uma sociedade de estrutura concentrada têm maior incentivo a satisfazer os interesses do sócio controlador (que tem poder de os nomear e / ou destituir). Tal explica que, com excepção dos processos de privatização dos anos 80 e 90 do século passado, apesar das várias transações que tenham tido lugar, a estrutura da *ownership* europeia se tenha mantido relativamente estável nos principais mercados europeus<sup>77</sup>.

IV. Do ponto de vista dos credores que não sejam acionistas — uma vez que as sociedades recorrem, muitas vezes a financiamento através de *equity* e *debt* —, também existem desvantagens pela existência do controlador, uma vez que estes extraem recursos da empresa que seriam utilizados para pagar os créditos que aqueles detêm sobre a sociedade.

---

que na verdade «[c]usta pouco, ou pode até não custar nada, *votar*; mas já tem um custo, que é cada vez maior, *formar o sentido do voto*. Ora, é exactamente este custo que demove os investidores institucionais de votarem (...)».

<sup>76</sup> LUCIAN A. BEBCHUK e ASSAF HAMDANI, «The elusive quest cit., pp. 1263-1317, p. 23 da cópia electrónica. Repare-se que em sociedades com controladores são irrelevantes medidas que fomentem OPAs hostis, uma vez que os administradores têm noção de que a alteração de controlo depende apenas do controlador, *maxime* de uma decisão de venda, não sendo a melhor forma de defender os não controladores em sociedades com estrutura concentrada. Diversamente, nas sociedades com estrutura diversificada, medidas fomentadoras de ofertas hostis podem ser um meio idóneo para proteger os não controladores, pois, como notou J. ALFARO ÁGUILA-REAL, «El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil. Y la alteración sobre la proporcionalidade entre participación en el capital y derecho de voto», in *Noticias de la Unión Europea*, 2008, p. 21, antes da oferta, a OPA hostil coloca a administração em alerta para o facto de poder ser substituída a qualquer momento, e desta forma, incentivando-a a melhorar a todo o tempo a sua gestão. *A posteriori*, a oferta irá sempre ter uma contrapartida mais alta do que o valor de mercado da empresa — pois o oferente considera que ela vale mais em potência, e tem a expectativa de vir a recuperar esse investimento —, o que permite aos não controladores compensar o seu investimento. Existindo mercado de controlo minimamente ativo, por se encontrarem sujeitos a um maior risco de substituição perante alterações do coletivo social, os administradores seguirão os interesses de eventuais novos controladores. Em síntese, nas sociedades de estrutura diversificada, a OPA hostil revela-se um mecanismo de controlo da atividade dos administradores, que permite aumentar o valor das ações e possibilita aos investidores um maior retorno pelo seu investimento. ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, «A survey of corporate governance... cit., p. 756 [737-783], destacam que, na maioria das vezes, após uma oferta hostil ser bem-sucedida, os administradores são substituídos e os lucros tendencialmente sobem. Relembre-se que uma OPA nunca é hostil a uma sociedade nem aos seus sócios, mas tão só aos membros da sua administração. Contra, LUÍS BRITO CORREIA, *Direito Comercial*, v. II, Lisboa, AAFDL, 1989, p. 394, para quem a OPA «agressiva», que é contraposta à amigável, é aquela em que o oferente não tem «o consentimento dos accionistas dominantes».

<sup>77</sup> THOMAS KIRCHMAIER e JEREMY GRANT, *Corporate Ownership...* cit., p. 13 e fontes aí referidas.

Neste sentido, Igor Filatotchev e Tomasz Mickiewicz<sup>78</sup> concluíram, num estudo realizado em 2001, que a concentração de propriedade é um incentivo à extração de BPC, mesmo quando o investimento é financiado por *debt* e não por *equity*. Pretendendo o financiamento externo, as sociedades de estrutura concentrada têm de «convencer» o mercado de duas questões<sup>79</sup>: (i) convencer o mercado de que o controlador irá concentrar-se no desenvolvimento económico, garantindo que a sociedade mantém um nível económico «são»; (ii) e convencer o mercado de que o controlador não extrairá BPC, reduzindo a distribuição dos lucros económicos pelos investidores *outsiders*.

V. Em Portugal o mercado apresenta-se estruturado de forma concentrada, sendo composto maioritariamente por pequenas e médias empresas (PME's) fechadas — e não sociedades abertas<sup>80</sup> —, o que faz com que os BPC extraídos nestas tenha um grande impacto económico. Contudo, a nossa análise incidirá sobre ponto de vista do investidor numa sociedade aberta, tipicamente mais afastado das actividades da sociedade e menos próximos dos seus administradores, havendo maior facilidade na extração de BPC — sem prejuízo de referências a situações comuns às sociedades fechadas e pontuais às que nelas se passam com exclusividade. É a concentração das participações no mercado de capitais nacional, tal como acima descrita e a existência de acionistas com poder de controlo sobre a sociedade, que explica, no entanto, a maior suscetibilidade de extração dos BPC<sup>81</sup>.

---

<sup>78</sup> IGOR FILATOTCHEV e TOMASZ MICKIEWICZ, *Ownership Concentration, 'Private Benefits of Control' and Debt Financing*, working paper n.º 4, Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe, UCL, 2001, p. 15, disponível em [www.ssrn.com/abstract=286372](http://www.ssrn.com/abstract=286372). Se o controlador tem domínio sobre a sociedade, ele tem capacidade de mesmo em situações de crise desta, continuar a extrair os BPC, não obstante os perigos que essa extração signifique para o cumprimento dos créditos dos credores. Já se advinha, tal poderá traduzir-se, no caso de a extração ter lugar nos casos em que a sociedade não se encontra de «boa saúde», um aumento do risco do seu crédito, sendo por essa razão necessário verificar caso a caso quando poderemos estar perante esta situação.

<sup>79</sup> RONALD J. GILSON e ALAN SCHWARTZ «Corporate Control and Credible Commitment», in *Columbia Law and Economics* research paper n.º 436, p. 3, disponível (cópia electrónica) em [www.ssrn.com/abstract=2182781](http://www.ssrn.com/abstract=2182781).

<sup>80</sup> Segundo o site da CMVM ([www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), consultado a 07.05.2015, quando atentando ao sistema de difusão de informação, na consulta de informação por emittentes, é relativamente a apenas 431 entidades emittentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado e no mercado sem cotações que temos disponibilidade para pesquisar.

<sup>81</sup> Por essa razão, é na nossa opinião estranho que, como notou GABRIELA FIGUEIREDO DIAS, em «Financiamento e governo das sociedades (*Debt Governance*): o terceiro poder», in *III Congresso de DSR*, Coimbra, Almedina, 2014, p. 362 [359-383], as teorias de *governance* tenham sido, nos últimos 15 anos, «essencialmente construídas em torno de um objectivo principal de protecção dos interesses dos acionistas, sobretudo dos minoritários, e da respectiva protecção contra a tomada de posições de poder desequilibradas, processos de decisão não transparentes, quebra de deveres fiduciários e gralhas de fiscalização relativamente à actuação da administração» — os *agency costs*, como notou a autora —, descurando no entanto a actuação dos sócios controladores, com excepção no âmbito dos Grupos de Sociedades.

### 3.2. Exercício de controlo através de estruturas *jus-societárias*

I. Em que se traduz o controlo, de que modo é que é efetivamente atingido e quais as formas de ser exercido são questões que têm sido colocadas, pela doutrina nacional<sup>82</sup>. Não se pretendendo neste trabalho estudar com profundidade em que consiste o controlo no âmbito das sociedades abertas<sup>83</sup>, esta é, no entanto, uma questão que não se pode deixar de abordar.

#### 3.2.1. A comparação com o preceito do CSC — as semelhanças e as especificidades

II. Estamos perante uma relação de domínio entre uma pessoa singular ou colectiva e uma sociedade «quando, independentemente de o domicílio ou a sede se situar em Portugal ou no estrangeiro, aquela possa exercer sobre esta, directa ou indirectamente, uma influência dominante», nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 21.º do CVM. O legislador recorreu assim a um conceito indeterminado (o de «influência dominante»<sup>84</sup>) para definir o que se deva entender por controlo. Fora o alargamento subjetivo<sup>85</sup>, este preceito recorre à mesma técnica legislativa que foi adotada para no artigo 483.º do CSC. Posteriormente, no n.º 2 de ambos os preceitos, o legislador forneceu algumas «pistas» de preenchimento (através do estabelecimento de presunções) deste conceito indeterminado para auxiliar o intérprete-aplicador<sup>86</sup>. Como já tem sido evidenciado pela doutrina, a *influência dominante* é a

---

<sup>82</sup> Por exemplo, ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...* cit., PAULA COSTA E SILVA, em «Sociedade aberta... cit., pp. 541-571. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit..

<sup>83</sup> Para tal, seria necessário fazer um levantamento de todas as situações em que o CVM refere o domínio das sociedades, por forma a garantir um estudo suficientemente profundo. Tal tarefa foi já realizada por PAULA COSTA E SILVA, em ««Sociedade aberta, domínio e influência dominante», in IVM, DVM, vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 541-571.

<sup>84</sup> PAULA COSTA E SILVA, «Sociedade aberta... cit., pp. 541-571;

<sup>85</sup> Recorde-se que, para efeitos do CSC, o controlo só poderia ser exercido por uma sociedade do tipo previsto no disposto no artigo 481.º, n.º 1 do CSC. Já do lado passivo, qualquer pessoa poderá ser objecto do controlo para efeitos do direito dos grupos, tendo apenas de ser organizada economicamente. Por outro lado, para as relações de domínio é irrelevante a localização do domicílio ou sede do sujeito do lado ativo, o que não acontece no CSC. Neste sentido Neste sentido, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «A Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários», in *Cadernos de Direito dos Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, p. 176 e JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2005, p. 456.

Notou JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A imputação dos direitos de voto no mercado de capitais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010, p. 136, nota 146, que a referência a o domicílio no artigo 21.º, n.º 1 se justifica por o exercício de uma influência dominante poder ser exercida por uma pessoa singular.

<sup>86</sup> Utilizando o mesmo o conceito «de influência dominante» para estabelecer as relações de domínio, importa tomar em conta toda a doutrina e jurisprudência nacional já produzida para a densificação do conceito no Direito das Sociedades Comerciais



capacidade ou potencialidade de impor a determinação da vontade juridicamente relevante<sup>87</sup> de uma sociedade e, por essa razão, esta, porque se encontra dominada, não formula a sua vontade de forma autónoma<sup>88</sup>. A amplitude da influência deverá ser genérica, relativa à sociedade como um todo, não bastando, por isso, que a influência seja circunscrita a uma área individualizada de negócio ou a determinadas medidas<sup>89</sup>.

Embora não possa pressupor a possibilidade de o sócio dominante impor a sua vontade à sociedade dependente — pois tal só acontecerá nas relações de grupo — a influência dominante supõe que os comportamentos desta estejam, com grande probabilidade, de acordo com a influência exercida por aquele<sup>90</sup>. Para se verificar a existência de uma influência dominante, não se requer a sua duração estável (embora também não podendo ser meramente fortuita), mas apenas a consistência ou solidez dessa influência<sup>91</sup>. Este domínio tem de ser veiculado por instrumentos com carácter jurídico-societário<sup>92</sup>, por ser uma ilação que se retira das presunções estabelecidas, tanto no artigo 486.º, n.º 2, do CSC, como no n.º 2 do artigo 21.º do CVM<sup>93</sup>. Desta forma, mantém-se de fora do âmbito de aplicação do artigo a influência

---

<sup>87</sup> A vontade juridicamente relevante de uma pessoa colectiva é determinada pelos órgãos sociais. Também assim acontece nas sociedades abertas e, por essa razão, a influência dominante juridicamente relevante é a que é exercida com carácter orgânico (JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...* cit., p. 469): a sociedade será dominada por quem «dominar o exercício dos direitos de voto, conducentes à formação da vontade juridicamente relevante dessa sociedade» (assim, PAULA COSTA E SILVA, «Sociedade aberta... cit., p. 550 e em «Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos», in IVM, *DVM*, vol. V, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, p. 334 [325-342]), sendo que «o direito de voto se domina através da legitimidade para o respectivo exercício de modo discricionário» (PAULA COSTA E SILVA, «Sociedade aberta... cit., p. 552, realçado no original). Este é o pensamento subjacente quer ao artigo 486.º do CSC, quer ao artigo 21.º do CVM, ao estabelecerem as presunções de influência dominante.

<sup>88</sup> Noutra formulação, poder-se-á acompanhar ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., p. 37, que define desta forma: “de modo incisivo: «influência dominante» traduz a susceptibilidade de exercício de uma direcção unitária das sociedades controladas que, obtendo eficiência operativa, tenderá a originar um grupo de facto”.

<sup>89</sup> JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...* cit., p. 465.

<sup>90</sup> Vai neste sentido a explicação de CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «A Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários», in *Cadernos de DVM*, n.º 7, Abril de 2000, p. 174 [161-192], disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

<sup>91</sup> CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «A Imputação dos Direitos de Voto... cit., p. 176 e JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...* cit., p. 456.

<sup>92</sup> Os instrumentos da influência dominante são, como explicou JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...* cit., p. 483: (i) instrumentos de natureza societária (v.g. participações de capital, direitos de voto, cláusulas estatutárias); (ii) de natureza contratual (v.g. contratos *joint-venture*, contratos de direito comercial e civil comum, contratos parassociação); ou (iii) de natureza fáctica (v.g. puras relações de dependência económica entre empresas, uniões pessoais entre estruturas acionistas ou outros órgãos). Vide ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, Anotações aos artigos 481.º a 508.º do CSC, in António Menezes Cordeiro (coord.), *Código das Sociedades Comerciais anotado*, Coimbra, Almedina, 2.ª edição, 2010, anotação ao artigo 486.º.

<sup>93</sup> A propósito, VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, «Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição», in JOSÉ LEBRE FREITAS / RUI PINTO DUARTE / ASSUNÇÃO CRISTAS / VÍTOR PEREIRA NEVES / MARTA TAVARES DE ALMEIDA, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. I, Coimbra, Almedina, 2011, p. 731., onde

dominante exercida através de outros instrumentos, que não jurídico-societários, sendo irrelevantes para efeitos do CVM.

Cumprir notar que as alíneas daqueles preceitos não têm total correspondência. A mera alteração das alíneas, não iria, à partida, alterar o conceito de influência dominante, uma vez que o legislador estabeleceu as presunções como critérios norteadores da densificação desse conceito indeterminado. Porém, pela formulação adotada, numa primeira leitura, parece que o legislador pretendeu consagrar no artigo 21.º, n.º 2, do CVM presunções *iuris et de iure*<sup>94</sup>. É que ao contrário do CSC, onde, para efeitos da determinação da relação de domínio, o critério é sempre o da possibilidade de exercício da influência dominante, numa primeira leitura, parece que «o domínio não se funda aqui [no CVM] na possibilidade de exercer uma influência dominante, mas no facto puro e simples da detenção da maioria dos votos»<sup>95</sup>.

III. O artigo 486.º, n.º 1, do CSC permite que a influência dominante seja exercida de forma indireta, *i.e.*, sem o dominante deter participações sociais na sociedade dominada<sup>96</sup>. Por outro lado, fora dos casos em que se acumula o domínio direto com o domínio indireto e daqueles que existe uma coordenação (segura) das influências distintas entre titulares de domínios<sup>97</sup>, apenas uma poderá ser dominante — o conceito de domínio pressupõe a exclusividade, sendo avesso ao duplo controlo sobre a mesma sociedade, quando não

---

considera que poderão existir duas perspetivas de influência dominante: (i) a que designamos de *individualizada* — influência que cada um dos acionistas pode exercer sobre cada um dos direitos de voto, nos termos das *vias de conexão* que são enunciadas no n.º 1 do artigo 20.º do CVM; e (ii) aquela que designamos de *global* — influência que as situações referidas em (i) podem ter em outras, «medida por consideração global da posição que o participante em causa assume perante a sociedade em cujo capital participa, não já voto a voto, mas considerando a vontade coletiva correspondente às deliberações que a assembleia geral desta colegialmente tome». Para VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, *idem*, a lei refere-se à primeira perspectiva no n.º 2 do artigo 21.º e na definição dos limiares mínimos do 187.º, n.º 1 do CVM, enquanto, por outro lado, se refere à segunda nos artigos 21.º, n.º 1, 187.º, n.ºs 2 e 3 do CVM.

<sup>94</sup> A natureza desta presunção não é unânime na doutrina. Defendendo que para efeitos de OPA obrigatória (mas apenas para efeitos da obrigação de comunicação de participações qualificadas) não se trata de uma presunção inilidível, JULIANO FERREIRA, «Actuação em concertação entre acionistas – o modelo português de supervisão», in *DRS*, ano 6, vol. 12, 2014, p. 214 [197-229], nota 23. Expressando-se contra esta última posição, DIOGO TAVARES, «Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA», in *DSR*, ano 7, vol. 13, 2015, pp. 273 e 274 [247-288], nota 52.

<sup>95</sup> CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «A Imputação dos Direitos de Voto... cit., p. 178.

<sup>96</sup> É que, como explicou PAULA COSTA E SILVA, «Sociedade aberta... cit., p. 555, «nem o domínio necessita de detenção de grandes blocos de acções, nem a detenção de grandes blocos de acções garante o domínio». Aquele que domina a sociedade pode nem sequer deter um único direito de voto, mas, mesmo assim, por exemplo, através de instruções, determinar a vontade juridicamente relevante da sociedade.

<sup>97</sup> Nesta situação existe domínio plurisubjetivo. São exemplos desta modalidade de domínio, as situações fundadas com base em contratos de grupo paritário (com órgão comum ou não) e em sociedades cujo controlo conjunto seja estruturado na base de acordos parassociais. Trata-se de situações onde, tipicamente, existem (i) administradores comuns, (ii) uniões pessoais, reuniões e consultas entre titulares de órgãos de administração, (iii) detenção recíproca de participações sociais, e (iv) a criação de uma empresa comum — *joint venture*.

coordenado. Contudo, no artigo 21.º, n.º 1, do CVM, parece permitir-se o domínio plurisubjetivo<sup>98</sup>.

### 3.2.2. O critério material mitigado por critérios formais rígidos. Concretização do conceito de influência dominante para efeitos do CVM

IV. O controlo tem sido comumente entendido como o pressuposto essencial das relações de domínio e de grupo, previsto no artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários (doravante, CVM) — sendo ainda, como demonstrámos *supra*, o pressuposto para a extração de BPC pelo controlador. Para auxiliar o intérprete no preenchimento do conceito de «influência dominante», o legislador mobiliário estabeleceu três critérios *rígidos* no n.º 2 do preceito, que constituem presunções inilidíveis de domínio, para efeitos do CVM<sup>99</sup>.

A alínea *a)* do n.º 2 do artigo 21.º do CVM determina assim que existirá «*em qualquer caso*», uma relação de domínio quando um sujeito *disponha* da maioria dos direitos de voto, sendo semelhante à alínea *b)* do artigo 486.º do CSC. A alínea *c)* do n.º 2 do artigo 21.º do CVM, à semelhança do que dispõe a alínea *c)* do n.º 2 do artigo 486.º do CSC, consagra o critério da nomeação e destituição da maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização para a apurar da existência de uma influência dominante<sup>100</sup>. Por outro lado, o CSC apenas se refere à possibilidade de *designar* a maioria dos titulares daqueles órgãos, enquanto o CVM alude aos poderes de *nomear* ou de *destituir*<sup>101</sup>, o que contribuirá para aumentar os sujeitos com capacidade de exercer a influência dominante. Como se verifica

---

<sup>98</sup> Assim, na lei mobiliária existe a consagração de situações em que a se considera existir uma influência dominante, independentemente da sua existência efetiva, e por isso afirmamos a suscetibilidade de a existência de influência dominante plurisubjetiva, para efeitos do CVM, num conjunto de situações muito mais alargado.

<sup>99</sup> Chamando a atenção para este aspeto, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «A Imputação dos Direitos de Voto... cit., p. 179.

<sup>100</sup> Note-se que, ao contrário do disposto na lei das sociedades comerciais — onde as presunções são ilidíveis —, na lei mobiliária, quando um sujeito tenha o poder de nomear ou destituir a maioria de qualquer um dos órgãos de uma sociedade, será inilidivelmente considerado como capaz de exercer uma influência dominante.

Deve atender-se a uma outra questão, ainda em sede da designação dos titulares dos órgãos da sociedade, que é aquela em que o sócio detém o poder, não de nomear ou de destituir, mas de *vetar* as propostas de nomeação dos titulares. Destacando desde já que existência de influência dominante deve ser apurada casuisticamente, parece-nos que este poder garante ao sócio em questão que só pessoas da sua confiança irão integrar os órgãos daquela sociedade, o que constitui um índice de verificação de uma influência dominante.

<sup>101</sup> Por isso, discordamos de PAULA COSTA E SILVA, «Sociedade aberta... cit., p. 555, quando afirma: «como pode controlar-se a administração se não for através do exercício dos direitos de voto, que permitem escolhê-la? Simples: não pode». Parece que, afinal, é possível através da detenção do poder para a qualquer momento a destituir.

facilmente pela comparação das alíneas *b)* do n.º 2 do CVM, por comparação com a alínea *a)* do CSC, o critério da detenção de uma participação maioritária no capital deste último substituído para efeitos do CVM pelo critério do exercício da maioria dos direitos de voto nos termos de um acordo parassocial<sup>102</sup>.

### *3.2.3. Relações de grupo — remissão para os artigos do CSC. Irrelevância da localização da sociedade*

V. Dispõe o artigo 21.º, n.º 3 do CVM que as relações de grupo são, para efeitos do Direito dos Instrumentos Financeiros, as mesmas que como tal são qualificadas pelo CSC (nos artigos 488.º e ss.), com a particularidade de ser indiferente as respectivas sedes se situarem em Portugal ou no estrangeiro<sup>103</sup>, ou seja, traduzindo-se numa ampliação espacial determinada pela norma. Assim, tal como acontece no âmbito do CSC, e acompanhando Ana Perestrelo de Oliveira, «o grupo aparece como uma unidade económica, capaz de justificar um tratamento unitário das sociedades que o integram<sup>104</sup>: assente no controlo, ao qual acresce um conjunto importante de factores, o grupo apresenta-se como realidade económica própria, dotado de uma gestão unitária e coordenada — seja num plano vertical ou horizontal —, ficando a cargo dos administradores da cúpula a tarefa de integração das sociedades envolvidas». Porém, o nosso legislador, ao consagrar o regime jurídico dos grupos, decidiu-se pela regulação com base na natureza do instrumento jurídico-societário utilizado para a constituição ou organização do grupo e não pela existência de um conjunto de sociedades que

---

<sup>102</sup> Para a compreensão do significado desta alteração, segundo VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, «Delimitação dos votos... cit., p. 735, é necessário entender o que pretendeu a lei com o estabelecimento desta alínea, comparando-a com o disposto no artigo 20.º, n.º 1, c), do CVM, onde se encontra preenchido o requisito com o exercício do mero controlo negativo, pois este ainda é subsumível aos «acordos para o exercício de direitos de voto». Assim, o efeito útil a retirar do artigo 21.º, n.º 2, b), é o de ser imprescindível o *exercício efetivo* dos direitos de voto, nos termos do acordo social, para se verificar o preenchimento da presunção estabelecida.

<sup>103</sup> Contrariamente ao que dispõe o artigo 481.º do CSC, que determina que o Título das Sociedades Coligadas apenas se aplicará às sociedades com sede em Portugal, fora o caso da sociedade com sede no estrangeiro que, segundo critérios estabelecidos pelo Código, seja considerada dominante de uma sociedade com sede em Portugal.

<sup>104</sup> Repare-se que o novo regime da concorrência, constante da Lei n.º 19/2012, de 8 de Maio, prevê, no n.º 2 do artigo 3.º, para efeitos daquele diploma, um conceito de empresa, que integra, para além do n.º 1 do artigo 3.º, «o conjunto de empresas que, embora juridicamente distintas, constituem uma unidade económica ou mantêm entre si laços de interdependência decorrentes, nomeadamente: a) de uma participação maioritária no capital; b) da detenção de mais de metade dos votos atribuídos pela detenção de participações sociais; c) da possibilidade de designar mais de metade dos membros do órgão de administração ou de fiscalização; d) do poder de gerir os respetivos negócios».

se encontram submetidas a uma direcção unitária exercida por uma outra, independentemente do instrumento utilizado<sup>105</sup>.

VI. O controlo pode ser exercido através de diversos instrumentos, desde contratuais (institucionais ou económicos), controlo *de facto*, exercício de uma direcção unitária, ou em relações horizontais. As relações de grupo juridicamente relevantes estabelecidas pelo legislador no título VI do CSC são pois, apenas, as estabelecidas através de um contrato<sup>106</sup> (paritário, previsto no artigo 492.º do CSC, ou de subordinação, refletido nos artigos 493.º a 508.º do mesmo diploma) e as relações de domínio total, quer domínio total inicial (previsto no artigo 488.º do CSC), quer superveniente (previsto no artigo 489.º), relações puramente orgânicas, que se baseiam na estrutura acionista. A direcção de um grupo é realizada através de uma série de tarefas de gestão que caberá aos administradores, os quais dispõem de um instrumento essencial: as instruções vinculativas<sup>107</sup>, reguladas a propósito do contrato de subordinação, no artigo 503.º do CSC. Estas disposições serão, no entanto, aplicáveis às relações de domínio total, por força do disposto no artigo 491.º daquele diploma. Desta forma, «a direcção unitária implica um *quid pluris* relativamente ao simples controlo (ou influência dominante), este legitima de facto — se não também de jure — um poder de direcção unitária das sociedades coligadas (...)»<sup>108</sup>.

VII. Recuperando um pouco o que já escrevemos noutra local<sup>109</sup>, para apurarmos dos conceitos de «relação de grupo» e de «domínio» no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários, temos de recorrer ao artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários — CVM<sup>110</sup>. Há que atender, no entanto, que este preceito é regulado na lei mobiliária na sequência das

---

<sup>105</sup> JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...* cit., p. 609.

<sup>106</sup> Destacam-se os contratos de grupo paritário (com órgão comum ou não) e sociedades cujo controlo conjunto seja estruturado na base de acordos parassociais, que se tratam de negócios jurídicos através dos quais duas ou mais sociedades independentes uma das outras se submetem a uma direcção unitária e comum.

<sup>107</sup> Adotamos o conceito de «instrução» de JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...* cit., p. 724: «por instrução dever-se-á aqui entender toda a declaração de vontade expressa ou tácita, emitida pela sociedade directora ao órgão da administração da sociedade subordinada e através da qual a primeira determina de modo vinculativo a gestão social da última».

<sup>108</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., p. 28, e em «OPA obrigatória... cit., p. 609.

<sup>109</sup> Cfr. o nosso «OPA Obrigatória — Impacto ... cit., pp. 89 a 95, de onde, com adaptações, o que se dirá acerca do controlo. Aí se estudou o artigo 21.º para efeitos da imputação dos direitos de voto em sede da constituição da obrigação de lançar uma OPA universal e da inexigibilidade de lançamento.

<sup>110</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro. Todos os artigos em relação aos quais não se indique a fonte serão do CVM, com a redacção conferida pela Lei n.º 23-A/2015, de 26 de Março, com exceção, naturalmente, daqueles cujo sentido do texto os atribua a outros diplomas.

regras de imputação de direitos de voto, na secção que dispõe sobre as participações qualificadas.

### 3.3. *Separação entre propriedade e controlo: Exercício do controlo através de estruturas económicas de controlo. Referência genérica.*

VIII. A separação entre a propriedade e controlo das empresas tem sido um dos fundamentos da ordem económica dos últimos três séculos<sup>111</sup>, a par da limitação de responsabilidade. Repare-se que a dispersão de capital, *i.e.* a separação entre propriedade e controlo, acaba por ser um meio para atingir o fim da limitação de responsabilidade — pois para confiar o negócio a outrem, é necessária confiança —, mas também de limitação do investimento pelo acionista controlador. Os instrumentos de separação entre titularidade e controlo levaram a um reexame da relação entre a estrutura acionista e perante esta e a própria sociedade<sup>112</sup>, tendo, posteriormente, surgido a necessidade de uma nova análise à relação estabelecida entre a estrutura acionista e a capacidade de *performance* de uma sociedade,

---

<sup>111</sup> CLIFFORD G. HOLDERNESS, «A Survey of Blockholders ... cit., p. 51.

<sup>112</sup> Neste sentido, a separação entre propriedade e controlo no âmbito das participações sociais é potencialmente geradora de situações problemáticas a nível dos BPC. Porém, a doutrina tem destacado outros problemas associados a esta situação, com especial destaque para as situações de *empty voting*. HENRY T. C. HU e BERNARD BLACK desenvolveram os temas de *empty voting* e *hidden ownership* ao longo de um estudo dividido em três obras: «The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership», *Southern California Law Review*, n.º 79, 2006, pp. 811-908; «Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms», *Business Lawyer*, vol. 61, 2006, pp. 1011-1070; e «Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership, Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership», in *ECGI*, law working paper n.º 56/2006, 2006, todos disponíveis em [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Nas situações de *empty voting*, «[e]stá em causa o desalinhamento dos interesses próprios dos sócios com o interesse da sociedade: trata-se de assegurar que a votação em assembleia geral não é condicionada pela intervenção de sujeitos que, apesar de formalmente titulares de participações e do voto, têm interesse económico não correspondente ou até contrário ao da sociedade (entendido como o interesse dos sócios titulares de uma posição económica efetiva), conduzindo a decisões suscetíveis de reduzir o valor da empresa», como afirmou MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Instrumentos financeiros... cit., p. 558 [537-602]. Este desalinhamento dos interesses poderá motivar os sócios a votar, na reunião da assembleia geral, no sentido de obter vantagens pessoais em prejuízo da sociedade. Estas vantagens poderão corresponder a BPC, quando o sócio (ainda que o seja apenas formalmente, após a venda das suas acções) votante seja ainda controlador na reunião, não obstante já ter transmitido o controlo após a *record date*. PAULA COSTA E SILVA, em «O conceito de accionista e o sistema de *record date*», in *IVM, DVM*, vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 450 e ss. [447-460], destaca que esta situação é causada pelo facto de, apesar de o artigo 72.º, n.º 4, do CVM estabelecer que durante o período de vigência do bloqueio de valores mobiliários para o exercício de direitos, *v.g.* de votação na assembleia geral (artigo 72.º, n.º 1, alínea *a*)), «a entidade registadora não pode (...) registar uma operação a débito na conta de registo individualizada que subtraia, desta conta, os valores bloqueados», o registo realizado na *record date* não tem efeitos constitutivos, pelo que não se estabelece nenhuma proibição de transmissão desses valores. Neste artigo 74.º, n.º 1, do CVM estabelece meras presunções de titularidade dos valores mobiliários e não a qualidade de acionista, pois o registo é apenas uma «realidade representativa».

porquanto a maioria dos estudos existentes apenas atendia à propriedade das ações e não à titularidade do controlo<sup>113</sup>. Porém, depressa se descobriu que um acionista, mesmo que minoritário, pode ser titular do controlo de uma sociedade, v.g. se tiver o poder de nomear os membros do órgão de administração<sup>114</sup>. Neste sentido, a separação entre propriedade e controlo tem sido um dos problemas nucleares do *corporate governance*<sup>115</sup>.

IX. À partida, poder-se-á concluir que os incentivos económicos para o acionista controlador extrair benefícios dos não controladores serão diretamente proporcionais à separação entre a titularidade e controlo, porquanto, quanto maior a diferença da separação entre propriedade e controlo, maiores vantagens este retira pela não partilha dos lucros com os restantes acionistas, nomeadamente, a título de dividendos. É que se o acionista detém apenas 35% do capital social (sendo, ainda assim controlador), se ele consegue extrair BPC dos restantes acionistas, no valor  $\chi$ , pelo exercício do controlo sobre uma sociedade, caso ele se abstenha de extrair esse valor e o divida com os restantes acionistas, ele apenas irá beneficiar de 35% do valor  $\chi$  no futuro, a título de dividendos<sup>116</sup>. Por outro lado, o controlador poderá ter ainda uma grande capacidade para supervisionar os membros do conselho de administração

---

<sup>113</sup> STIJN CLAESSENS, SIMEON DJANKOV e LARRY H.P. LANG, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, 1999, p. 31, disponível em [www.ssrn.com/abstract=206448](http://www.ssrn.com/abstract=206448).

<sup>114</sup> Por essa razão temo-nos abtido de chamar aos sócios que não participam no controlo de «minoritários», preferindo adotar os termos «acionistas externos» ou «outsiders». Por outro lado, tal significará que o sócio titular de uma participação maioritária não será certamente o controlador, o que nos motivou a adotar as expressões «acionista controlador» ou «insiders», ao invés de «maioritário». Fazendo cabalmente a distinção, PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...cit.*, pp. 796 e 797, nota 1245.

<sup>115</sup> ALESSIO M. PACCES, *Featuring Control Power...* cit., p. 41, defendendo que tem sido mesmo o seu núcleo fundamental.

<sup>116</sup> Na verdade, o controlador poderá nem receber nada, a título de dividendos, caso a sociedade não reúna os requisitos para a distribuição de dividendos e reservas voluntárias. Como notou JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade anónima... cit., p. 87 [77-165], «[a] remuneração ou reembolso do seu investimento apenas se verifica em momentos específicos [distribuição de lucros de exercício (artigo 33.º, n.º 1, 294.º e 297.º do CSC), distribuição de bens aos acionistas (artigo 32.º do CSC) ou com a liquidação da sociedade (artigos 146.º e ss.)] e desde que a posição dos credores sociais esteja salvaguardada através do cumprimento de requisitos de capital para a distribuição de lucros de exercício (artigos 33.º e 294.º e ss. do CSC) ou de bens de acionistas (artigos 32.º e 31.º do CSC)». A distribuição dos lucros do exercício aos sócios está desde logo limitada pelo princípio da intangibilidade do capital social (artigo 32.º do CSC), embora se verifique na lei uma tentativa de proteção dos sócios minoritários, na medida em que, ao abrigo dos artigos 217.º e 294.º do CSC, havendo lucros de exercício, pelo menos metade do lucro de exercício distribuível não poderá deixar de ser distribuído aos sócios, exceto se o contrário for previsto em cláusula contratual ou adotado mediante uma deliberação tomada por três quartos dos votos correspondentes ao capital social. Neste sentido, PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Do capital social: noção, princípios e funções*, 2.ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, p. 254.

(afinal, ele é o controlador da sociedade), mas também aqui, o seu incentivo económico para o fazer ser diminuto, exatamente pelas mesmas razões<sup>117</sup>.

X. São tradicionalmente destacados essencialmente os seguintes mecanismos de separação entre controlo e propriedade<sup>118</sup>: (i) *differential voting rights*; (ii) *pyramids*<sup>119</sup>; (iii) *cross-ownership*. O primeiro mecanismo consiste em alterar a proporcionalidade entre o número de participações sociais e os direitos de voto que respetivamente atribuem ao seu titular, com vista a que o controlador limite risco do seu investimento<sup>120</sup>. O segundo consiste em criar grupos de sociedades através dos quais se estabelecem estruturas de controlo indireto, por vezes, tão complexas, que não permitem desvendar que «no topo da pirâmide» se encontra um controlador comum, a quem são imputáveis indiretamente participações sociais de vários acionistas. Finalmente, o terceiro mecanismo consiste em ter participações recíprocas — tal como previsto no artigo 485.º do CSC, embora aqui só relevem as participações que atinjam 10% do capital das participadas —, criando relações horizontais que, quando envolvem mais do que apenas duas sociedades, formam grupos económicos de estruturas complexas que permitem a dissociação entre propriedade e controlo<sup>121</sup>.

---

<sup>117</sup> Comissão Europeia, *Impact Assessment...* cit., p. 31, onde apresenta os *control-enhancing mechanisms* (mecanismos que permitem a separação entre a propriedade e o voto, *CEMs*). Este estudo tem a vantagem de ter vários exemplos dos mecanismos de controlo suscetíveis de ser adotados pelos acionistas, com uma análise a nível europeu (embora Portugal não conste dos países objeto de análise) da sua utilização e efeitos, embora não concluindo num sentido claro quanto à censurabilidade dos *CEMs*.

Com exemplos de estruturas piramidais, como Luis Vuitton, Telecom Itália e Porche), FRANCISCO JOSÉ LEÓN SANZ, *Los Mecanismos de Control Reforzados en las Sociedades Cotizadas (Control-Enhancing Mechanisms, CEM) el Cambio de Rumbo*, working paper IE Law School, WPLS10-08, 2010, p. 6, disponível em [www.catedraperezllorca.ie.edu](http://www.catedraperezllorca.ie.edu).

<sup>118</sup> ALESSIO M. PACCES, *Featuring Control Power...* cit., pp. 78 e 79,. No entanto, existem mais mecanismos e a realidade empresarial tem demonstrado muita originalidade na criação de mecanismos de separação entre *ownership* e *control*. Para mais exemplos, vide RENÉE ADAMS e DANIEL FERREIRA, «One share, One vote: the empirical evidence», 12 *Review of Finance*, 2008, pp. 55 e 56 [51-91], disponível em [www.personal.lse.ac.uk](http://www.personal.lse.ac.uk).

<sup>119</sup> Sobre a estrutura piramidal e a obrigação de lançamento de uma OPA, vide ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória... cit., pp 593-66.

<sup>120</sup> Um mecanismo típico para operar esta distinção consiste na emissão de obrigações com voto duplo ficando a sociedade numa situação de *dual class shares*. Em Portugal, as ações com voto duplo são proibidas nos termos do artigo 384.º, n.º 5, do CSC, o que não significa que esta separação não se possa realizar através da emissão de ações preferenciais sem voto, previstas no artigo 341.º e ss., do CSC. Porém, outros mecanismos podem atingir os mesmos fins. Um exemplo que recentemente tem vindo a ser destacado é o do recurso a instrumentos derivados. Notando este aspeto, MIKE BURKART e S. LEE, «The one share-one vote... cit., p. 41 [1-49], e MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais», in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (coord.) *RDS*, ano V, n.º 3, 2013, p. 551 [537-602]

<sup>121</sup> RENÉE ADAMS e DANIEL FERREIRA, «One share, One vote... cit., p. 57 [51-91].



XI. «However, it should be emphasized that this separation is not such a bad thing»<sup>122</sup>.

Esta tem a virtude de permitir o financiamento por *equity* com vista a desenvolver novos projetos, sem perda de controlo pelo acionista que não estaria disposto a perdê-lo para obter o financiamento. Note-se que contrariamente aos *debt investors*, que em virtude do seu crédito são credores comuns da sociedade<sup>123</sup>, os *equity investors* passam a ser acionistas desta, e, nessa qualidade, tornam-se credores residuais<sup>124</sup>, não só em virtude das regras societárias<sup>125</sup>, como devido ao próprio processo de insolvência onde, em caso de insolvência da sociedade, serão para todos os efeitos titulares de créditos subordinados sobre a massa, nos termos dos artigos 47.º, n.º 4, alínea *b*) e 48.º, alíneas *a*) — para os créditos no geral — e *g*) — para créditos por suprimentos do CIRE, tornando-se evidente a diferença de risco assumida pelo *equity investor* e pelo *debt investor*. Em compensação, e como já foi notado por Alessio Paccès<sup>126</sup>, para a sociedade, o financiamento por *equity* revela-se mais proveitosos, face ao investimento por financiamento, porquanto naquele os pagamentos são realizados pela distribuição de lucros, sem períodos de pagamento próprios e sem execuções coercivas, por não existir incumprimento em caso de falta de pagamento<sup>127</sup>. Assim, apesar de o acionista ter a suscetibilidade de poder lucrar com os proveitos do exercício da sociedade (sem limites quanto ao montante máximo a auferir, na medida em que sejam respeitadas as regras para distribuição), a verdade é que o credor financiador sempre terá como retribuição «praticamente» certa o pagamento do juro.

---

<sup>122</sup> ALESSIO M. PACCÈS, *Featuring Control Power...* cit., pp. 41 e 42.

<sup>123</sup> É aliás comum a exigência de garantias pelos credores no momento do financiamento, o que lhes confere uma segurança adicional ao seu crédito e a qualidade de credores garantidos, ganhando precedência no momento da distribuição dos bens da massa insolvente. O artigo 47.º, n.º 1 do Código de Insolvência e Recuperação de Empresas, provado pelo Decreto-Lei n.º 53/2004, de 18 de Março, na redação conferida pelo Decreto-Lei n.º 26/2015, de 6 de Fevereiro (CIRE), determina que «declarada a insolvência, todos os titulares de créditos de natureza patrimonial sobre o insolvente, ou garantidos por bens integrantes da massa insolvente, cujo fundamento seja anterior à data dessa declaração, são considerados credores da insolvência, qualquer que seja a sua nacionalidade e domicílio». O primado da satisfação dos interesses dos credores — numa aproximação ao sistema *creditor friendly*, importado da *Insolvenzordnung*, Lei da Insolvência alemã, por contraposição ao *Bankruptcy Code* norte-americano, onde se privilegia o «*fresh start*» do devedor — teve vários reflexos na legislação do processo de insolvência, nomeadamente pela atribuição aos credores de amplos poderes e de grande autonomia — que passam a assumir um «papel central». CATARINA SERRA, *O regime português da insolvência*, Coimbra, Almedina, 2012, p. 54. E embora com a chegada da crise 2007/2008, se tenha alterado o paradigma da regulação no âmbito do direito da insolvência, passando de um incentivo à liquidação para um incentivo à recuperação da empresa compreendida na massa insolvente (*vide* alterações ao artigo 1.º do CIRE, realizadas pela Lei n.º 16/2012, de 20 de Abril), pode-se no entanto continuar a dizer que os credores continuam a «controlar» o desenrolar do processo de insolvência.

<sup>124</sup> JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade ... cit., p. 87 [77-165].

<sup>125</sup> Cfr. *supra* nota 116.

<sup>126</sup> ALESSIO M. PACCÈS, *Featuring Control Power...* cit., pp. 45 e 46.

<sup>127</sup> *Vide, supra*, nota 15.

#### 4. Extração de BPC: mecanismos de extração e de limitação — restrição ao objeto de estudo.

##### 4.1. *Mecanismos de extração dos BPC*

I. São vários os poderes ao dispor do acionista controlador para extrair BPC, bem como são várias as formas de extração<sup>128</sup> (ou, no termo jurídico anglo-saxónico, *expropriation*<sup>129</sup>). Têm sido destacados, entre outros e sem pretensões de os esgotar, os seguintes poderes dos sócios controladores: (i) designação ou alteração dos membros dos órgãos sociais; (ii) determinação da remuneração fixa e variável dos membros da administração; (iii) aquisição e disposição dos ativos de negócio; (iv) seleção dos parceiros comerciais, como seja, fornecedores, vendedores e subcontratantes; (v) negociação e execução de fusões e aquisições; (vi) liquidação, dissolução, venda ou recapitalização da sociedade; (vii) decisão sobre a distribuição de dividendos e reservas voluntárias; (viii) alterações ao contrato de sociedade de acordo com os seus propósitos comerciais; (ix) decisão sobre a criação do produto ou do serviço, bem como de *marketing* e *pricing* dos mesmos; e, entre outros, (x) impedir ou condicionar a tomada de decisão ou o exercício pelos outros acionistas de todos estes poderes referidos<sup>130</sup>.

II. Através destes poderes, o sócio controlador consegue exercer influência sobre o negócio e administração da sociedade controlada, permitindo-lhe a extração dos BPC. Tentando agrupar<sup>131</sup> estas formas de extração de por forma a podermos restringir o nosso objeto de estudo, procedemos à divisão em três categorias das formas de extração<sup>132</sup>, de que nos iremos ocupar neste momento:

---

<sup>128</sup> Para uma visão tripartida, consulte-se RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. WISHNY, «Investor protection... cit., p. 1.

<sup>129</sup> Apesar da tentação de adotar do termo «expropriação» para traduzir o termo *expropriation*, iremos abster-nos de utilizar esta expressão ao longo do nosso estudo, e adotaremos o termo «extração» em nome do rigor terminológico, com prejuízo da diversidade conceptual. Tal deve-se ao facto de «expropriação», embora, neste caso, privada, é um termo jurídico que a doutrina associa imediatamente ao significado no Direito Administrativo, com uma tradição enraizada, e a sua utilização poderia gerar confusões, que pretendemos evitar.

<sup>130</sup> JAY E. FISHMAN (Chair Appraisal Practices Board), Discussion Draft – *The Measurement and Application of Market Participant, Acquisition Premiums*, 2013, p. 15, disponível em [www.appraisers.org](http://www.appraisers.org).

<sup>131</sup> Tal como fizeram RONALD J. GILSON e JEFFREY N. GORDON, *Controlling Controlling...* cit., pp. 3-6,.

<sup>132</sup> Note-se no entanto, como destacam, LUCA ENRIQUES, HENRY HANSMANN e REINIER KRAAKMAN, «The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies» in *The Anatomy of*

- (i) exercício de poderes de direção e administração;
- (ii) vendas do controlo; ou
- (iii) *freezing* dos *outsiders*.

#### 4.1.1. Extração de BPC através do exercício de poderes de direção (*tunneling*) e de administração (*perequisites*)

III. Tem sido apontado<sup>133</sup> pela doutrina que o *tunneling*<sup>134</sup>, realizado através do poder de direção do acionista controlador lhe permite extrair vantagens económicas de duas formas: (i) *cash flow tunneling*<sup>135</sup>; e (ii) *asset tunneling*<sup>136</sup>. Esta forma de extração permite ao controlador extrair tipicamente os benefícios *diversionary*. Simon Johnson, Rafael La Porta,

---

*Corporate Law: a comparative and Functional Approach*, 2ª edição, 2009, Nova Iorque, Oxford University Press, p. 109 [89-113].

<sup>133</sup> JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade anónima...cit., p. 88 [77-165].

<sup>134</sup> Expressão que SIMON JOHNSON, RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SALINES, e ANDREI SHLEIFER, «Tunneling», in *American Economic Review*, 90(2), 2000, p. 22, disponível [www.ssrn.com/abstract=22760](http://www.ssrn.com/abstract=22760), afirmam ter origem na República Checa, em que se removiam ativos da sociedade através de um túnel subterrâneo.

<sup>135</sup> Trata-se de situações em que os bens são transmitidos da sociedade para o controlador de forma recorrente, afetando o lucro anual distribuível da sociedade, sem no entanto colocar causa a sua capacidade produtiva. Neste sentido, apesar de não ser afetado o valor da sociedade a longo prazo, os sócios *outsiders* são, todavia, privados de benefícios pecuniários que poderiam ser distribuídos a título de lucros de exercício. Exemplos típicos de *cash flow tunneling* normalmente apontados pela doutrina são as remunerações excessivas de administradores (nas situações em que o controlador é simultaneamente administrador da sociedade) e o aproveitamento pelo controlador de oportunidades negociais, em prejuízo dos restantes acionistas. Por outro lado, o controlador pode valorizar a sua participação social na sociedade. Recorrendo a operações financeiras, *e.g.* através de aumentos de capital que diluem o poder relativo dos sócios não controladores — podendo levar à constituição dos pressupostos das situações de *freeze outs* de *outsiders* — ou da emissão de ações a adquirir pelo controlador com valor abaixo do par. Destacando que se trata de um mecanismo recorrentemente utilizado nos países designados com «mercados emergentes», JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflito de interesses... cit., p. 81 [75-213].

<sup>136</sup> *Asset tunneling* consiste na transmissão de recursos da esfera jurídica da sociedade para a sua esfera jurídica, através negócios *self-dealing*. Estas transações de ativos relevantes (tangíveis ou intangíveis) traduzem-se numa verdadeira expropriação (no sentido não jurídico) para os *outsiders*, podendo ser realizadas de uma de duas formas: (i) pode o controlador transmitir ativos à sociedade acima do preço de mercado; ou (ii) pode a sociedade transmitir ao controlador ativos abaixo do preço de mercado. O que acontece é que a capacidade produtiva da sociedade fica, através destes negócios, comprometida, havendo um impacto direto no valor da sociedade e na capacidade de gerar lucros no fim do exercício, com impacto indireto na capacidade de gerar lucros futuros. Exemplos típicos destes negócios constituem a venda de uma fábrica, patente ou de um imóvel da sociedade ao controlador, abaixo do preço de mercado, ou a constituição de garantias a favor de terceiros, em benefício do controlador. O *asset tunneling*, cuja verificação típica tem lugar no seio dos grupos de sociedades (nos chamados *negócios intragrupo*), como destacam P. H. CONAC, LUCA. ENRIQUES e M. GELTER, «Constraining dominant shareholders self-dealing: The legal framework in France, Germany and Italy», in *European Company and Financial Law Review*, n.º 4/2007, 2007, p. 495 [491-528]. [www.ssrn.com/abstract=1532221](http://www.ssrn.com/abstract=1532221), desde cedo despertou a atenção do legislador, que estabeleceu várias regras com o objectivo de o limitar, como veremos.

Florencio Lopez-de-Salines e Andrei Shleifer<sup>137</sup> defendem que normalmente os tribunais de países de *civil law* toleram mais as operações de *tunnelling* do que os tribunais dos países de *common law*, devido (i) à dificuldade de aplicação de sanções derivadas de violação ao dever de lealdade em transações com racionalidade económica, (ii) à difícil prova de conflitos de interesse; (iii) à grande abertura aos interesses dos *stakeholders*; e (iv) à rigidez da lei, que é segundo os autores, é privilegiada face à bondade das soluções em causa no que respeita às transações de *self-dealing*<sup>138</sup>.

Em todo o caso, trata-se de uma situação que pode surgir no âmbito de qualquer sociedade, não obstante não acontecer com tanta frequência como naqueles mercados. Nas sociedades de estrutura diversificada, o controlo do *tunneling* é normalmente realizado através do recurso à proibição de negócios que não sejam «*arms' lenght transactions*», que consistem em transações entre partes independentes e que não se encontram especialmente relacionadas, aliás, frequentemente utilizadas nas *representations & warranties* de contratos de transmissão de controlo<sup>139</sup>. Adiante veremos como é realizada a prevenção no âmbito das sociedades de estrutura concentrada de capital, *maxime* em Portugal.

Contudo, também os benefícios podem ser extraídos mediante o exercício dos poderes de administração. Trata-se de uma forma muito recorrente de extrair os BPC *distortionary*, que resultam da administração da sociedade de forma ineficiente, no interesse do controlador e não da coletividade dos sócios, quando este assuma a qualidade de administrador. Existe nestas situações uma sobreposição da doutrina dos BPC com a da doutrina da agência, na medida em que o sócio ocupa simultaneamente a posição de administrador e de controlador. O que se verifica, muitas vezes, é que o sócio-administrador poderá utilizar os recursos da sociedade para satisfazer as suas mordomias (*perequisites*) na medida em que, não obstante utilizar recursos comuns dos sócios, só ele beneficia dessas vantagens (*e.g.* aquisição de carros de alta gama para os membros da administração ou remunerações excessivas)<sup>140</sup>.

---

<sup>137</sup> SIMON JOHNSON, RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SALINES, e ANDREI SHLEIFER, «Tunneling»... cit., pp. 6 e 7. Vejam-se as pp. 8-10 para o resumo de 3 famosos casos de *tunneling*.

<sup>138</sup> Tendo analisado o *tunneling* em vários países, com sistemas jurídicos diversos, os autores concluíram que do ponto de vista do sistema jurídico norte-americano, a maioria das operações de *tunneling* são legais (por serem realizadas de acordo com o contrato da sociedade e com a *case law*), embora não deixem de constituir BPC. Já nos países designados por «mercados emergentes», estas operações são muitas vezes realizadas, segundo estes autores, de forma fraudulenta. SIMON JOHNSON, RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SALINES, AND ANDREI SHLEIFER, «Tunneling»... cit., p. 11.

<sup>139</sup> RONALD J. GILSON e ALAN SCHWARTZ, «Constraints on Private Benefits... cit., p. 16 e JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade anónima ...cit., p. 128 [77-165]. Sobre o *tunneling*, vide ainda PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*...cit., pp. 486 e ss, com vários exemplos.

<sup>140</sup> PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance*...cit., p. 823.

#### 4.1.2. Através de operações de venda e aquisição do controlo

IV. Outra forma de o controlador extrair BPC consiste nas operações de venda e aquisição de controlo. As transações que envolvem posições de controlo — as chamadas, vendas do controlo — veem refletido no preço pago pelas participações sociais vendidas o valor dos BPC que o controlador tem capacidade de extrair. Considerando a sua posição economicamente mais valiosa do que as dos demais accionistas, o vendedor do controlo exige um *plus* no preço — o prémio —, que é pago pelo adquirente. Como veremos adiante, este prémio pago nas OPAs reflete diversas realidades, algumas das quais, que não deveriam ser toleradas pelo Direito (com grande destaque para os BPC). Nestes casos, a venda de uma participação de controlo a um preço que incorpora um prémio pode constituir uma forma de capitalização do fluxo financeiro das vantagens obtidas através de operações com a sociedade (*equity tunneling*), ou de outros quaisquer benefícios extraídos através do exercício dos poderes de direção, *maxime* do *tunneling*<sup>141</sup>. Tem sido afirmado que esta capitalização dos *cash flows*<sup>142</sup> nas vendas de controlo, a par das aquisições potestativas, acontece porque, nas sociedades abertas, a cotação de mercado tipicamente representa o valor dos acionistas *outsiders*, o qual foi sujeito a desconto pelo valor capitalizado pelo acionista controlador a título de BPC<sup>143</sup> e pela redução de liquidez da participação social dos *outsiders*, devido ao surgimento de um controlador<sup>144</sup>. Recorde-se, no entanto, que as vendas de controlo têm

---

<sup>141</sup> JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade anónima...cit., p. 89 [77-165], exemplificando o relacionamento que pode existir entre as diversas formas de extração dos BPC. Outro exemplo dado pelo autor é o de quando a sociedade faz um negócio com o acionista controlador em condições vantajosas (*self-dealing*), em que o valor recebido pelo acionista é aplicado num aumento de capital da sociedade, para que o acionista participe a um preço inferior aos restantes acionistas (*equity tunneling*).

<sup>142</sup> *Chash flow* – líquido corrente – é a «soma algébrica dos resultados de exercício com as amortizações e reintegrações do exercício e a variação das provisões e que representa a capacidade de auto-financiamento da sociedade. O fundo de maneo, por seu turno, é definido pela diferença entre a soma do activo disponível com o activo realizável (créditos de curto prazo e existências) e o passivo de curto prazo». JOSÉ HORTA OSÓRIO, *Da Tomada de Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português*, Almedina, 2001, pp. 15 e 16.

<sup>143</sup> RONALD J. GILSON e JEFFREY N. GORDON, *Controlling Controlling...* cit., p. 3.

<sup>144</sup> ALESSIO M. PACCES, *Control Matters...* cit., p. 14, tendo demonstrado, no entanto, logo nas pp. 2 e 3 que «[i]t is normally believed that this reward can only come at the expenses of outside shareholders, generating a tradeoff between protection of the controller's specific investments and maximization of shareholder value. Another way to look at this tradeoff is by introducing a separate category of PBC, which do not enter the definition of shareholder value until they are realized in the form of a control premium [Paccès refere-se aos BPC *idiosyncratic*]. Similarly to the other PBC, these benefits affect incentives *ex-ante* via their expected

também vantagens, nomeadamente porque, através das alterações de controlo, são muitas vezes sacrificadas as administrações menos eficientes, que não distribuem tantos lucros pelos acionistas em virtude de várias razões, incluindo o consumo dos *agencies costs* — o que acontece tipicamente quando é bem sucedida uma OPA hostil<sup>145</sup>.

#### 4.1.3. Através do «freezing» dos outsiders.

V. No âmbito das sociedades abertas, as operações de *freeze-out* (ou *squeeze-out*<sup>146</sup>) correspondem ao instituto da aquisição potestativa (previsto nos artigos 194.º e ss. do CVM) e da aquisição tendente ao domínio total (prevista no artigo 490.º do CSC)<sup>147</sup>. O recurso à terminologia anglo-saxónica justifica-se, no entanto, por apenas nos querermos referir ao direito do sócio dominante de excluir os sócios minoritários, quando, na sequência de uma OPA, atinja ou ultrapasse, direta ou indiretamente, 90% dos direitos de voto correspondentes

---

*distribution ex-post. However, differently from the PBC extracted by failing to maximize shareholder returns, originally they account for no existing market value.*

<sup>145</sup> Neste sentido, JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia face ao novo Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2000, p. 23, afirmando, mais à frente, na p. 28, que a «OPA hostil só fará sentido numa situação em que exista uma forte dispersão do capital da sociedade visada e quando o controlo da mesma não esteja nas mãos de um ou poucos acionistas minoritários (detentores do domínio de direito da sociedade), como sucede com as sociedades familiares ou fechadas. Caso contrário, a OPA só poderá ter sucesso se aqueles pretenderem vender. Na eventualidade de existir apenas um domínio de facto, o seu sucesso dependerá então do grau de dispersão das acções no mercado». Também assim quanto às *takeovers* em geral, ANDREI SHLEIFER e ROBERT W. VISHNY, «A survey of corporate governance... cit., p. 756 [737-783], embora destacando que poderão os custos de representação aumentar quando as aquisições sejam realizadas por administradores (aqui os autores fazendo coincidir o conceito de BPC com o de custos de agência).

<sup>146</sup> Na terminologia dos EUA, a operação de «*freeze out*» é aquela em que o controlador exerce o seu poder de controlo para forçar os *outsiders* à venda das respetivas participações. Através da operação de «*squeeze out*», o *insider* procura induzir os não controladores a voluntariamente desinvestirem na sociedade (v. g., tornando desinteressante a respetiva participação, nomeadamente através da extração de BPC, como exclusão destes de cargos sociais, política de reservas exacerbada, entre outros já referidos).

<sup>147</sup> Estas operações previstas no artigo 490.º do CSC, não obstante poderem ser aplicadas em sede das sociedades coligadas, no que respeita a sociedades fechadas, raramente serão aplicadas no seio das sociedades abertas, porquanto os seus requisitos são mais apertados. Sobre o *freeze-out* e *squeeze-out* no âmbito de sociedades fechadas, vide ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, «O Instituto da Aquisição tendente ao domínio total», in *Nos 20 anos do CSC: Homenagem aos Professores Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, vol. II, pp. 203-253, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A aquisição tendente ao domínio total - da sua constitucionalidade*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Aquisições tendentes ao domínio total: constitucionalidade e efectivização da consignação em depósito (artigo 490.º/3 e 4 do Código das Sociedades Comerciais)», in *O Direito*, ano 137.º, vol. III, 2005, pp. 449-463 e Da Constitucionalidade da Aquisição Tendente ao Domínio Total (artigo 490.º n.º 3 do Código das Sociedades Comerciais), in *Boletim do Ministério da Justiça* n.º 480, Lisboa, 1999, pp. 5-30; *Direito Europeu das Sociedades*, Almedina, Lisboa, 2005, pp. 751 e ss., JOSÉ MENERES PIMENTEL, «O artigo 490.º 3 do Código das Sociedades Comerciais será inconstitucional?», in *Estudos em Homenagem a Cunha Rodrigues*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, pp. 512-526. A constitucionalidade desta medida já foi inclusivamente suscitada, no Acórdão do Tribunal Constitucional n.º 491/2002, de 26.11.2002, disponível em [www.tribunalconstitucional.pt](http://www.tribunalconstitucional.pt).

ao capital social. Assim, nos termos do artigo 194.º do CVM, se uma sociedade lançar uma OPA sobre as ações de uma outra sociedade aberta, em consequência da qual passe a ser titular de 90% ou mais dos direitos de voto da última, a sociedade oferente (*insider*) passa a dispor do direito de obrigar os *dissenting shareholders* ou *outsiders* (os restantes acionistas livres que não aceitaram a oferta) a transmitirem-lhe as respectivas acções, mediante a notificação destes acionistas efetuada no prazo de dois meses e o pagamento de uma contrapartida patrimonial fixada e possivelmente sujeita a fiscalização judicial.

Esta operação encontra um efeito exclusivo no âmbito das sociedades abertas: por o controlador passar a sócio único, a própria sociedade transforma-se em fechada e os seus valores mobiliários (ações) deixam de estar admitidos à negociação em mercado regulamentado<sup>148</sup>. Como notou Hugo Moredo Santos<sup>149</sup>, «na órbita das sociedades abertas, o domínio total é desconhecido. Um dos traços mais vinculados deste subtipo de sociedades anónimas é, precisamente, a dispersão das acções representativas do seu capital social pelo público», surgindo a aquisição potestativa «como uma fase terminal do “takeover societário ou, apenas, tomada de sociedade”, consubstanciando o derradeiro capítulo da “transmissão da empresa” através da “compra de posições sociais”».

VI. Para os *outsiders*, as operações de *freeze-out* podem apresentar um risco substancial de extração pelo controlador de vantagens consideráveis, pois estes podem utilizar de forma discricionária e oportunística a opção de compra das ações daqueles por preços não equitativos. Esta oportunidade surge, não só pelo poder de degradar as participações sociais dos não controladores, como pelo superior acesso à informação que é típica do controlador, no que respeita ao valor da sociedade, o que justifica especial cuidado na definição da contrapartida. Nestes casos, a contrapartida deverá ser calculada de acordo com os critérios estabelecidos no âmbito da OPA obrigatória (no artigo 188.º), pelo que as conclusões que retirarmos nesta sede, adiante, poderemos, com as devidas adaptações, transpor para estas. Disso daremos nota no local próprio.

#### **4.2. Mecanismos de limitação: abordagem genérica.**

---

<sup>148</sup> HUGO MOREDO SANTOS, «Aquisição Tendente ... cit., p. 282 [275-402].

<sup>149</sup> HUGO MOREDO SANTOS, «Aquisição Tendente...cit., p. 281 [275-402].

I. Uma vez identificadas as formas e mecanismos de extração dos BPC, e perante as violações ao princípio da igualdade entre os acionistas, que aprofundaremos adiante e que consiste no fundamento comum à limitação da extração de BPC em sociedades abertas e fechadas, seria previsível uma resposta esquemática pelo Direito nacional a esta extração. No entanto, devido ao tema dos BPC não ser um tema especialmente abordado, quer pela nossa doutrina, os mecanismos que disponíveis no nosso ordenamento jurídico não são muitas vezes reconhecidos como sendo destinados ao seu combate. Uma vez que o nosso âmbito de estudo se destina a apurar os mecanismos de limitação da extração dos BPC na venda do controlo, limitamo-nos a fazer uma breve apresentação dos restantes mecanismos de resposta<sup>150</sup>:

Existem no ordenamento jurídico nacional um conjunto de estratégias semelhantes às dos ordenamentos jurídicos francês, italiano e alemão<sup>151</sup> de combate ao *tunneling*, estudados por P. H. Conac, Luca. Enriques e M. Gelter<sup>152</sup>: (i) deveres de informação das transações potencialmente problemáticas; (ii) constituição de aprovações *ex ante* ou ratificações *ex post* por administradores independentes ou sócios desinteressados; e (iii) revisões judiciais *ex post* dos contratos, realizando uma apreciação com referência a certos padrões de conduta. Desde logo, existe a obrigatoriedade de divulgação, nos termos do artigo 66.º-A do CSC, em anexo às contas, nomeadamente, nos termos do n.º 2 daquele preceito, das operações (e respetivos montantes) realizadas pela sociedade com partes relacionadas, a natureza das relações, bem como «outras informações necessárias à avaliação da situação financeira da sociedade, se tais operações forem relevantes e não tiverem sido realizadas em condições normais de mercado».

Já foi destacado na doutrina nacional<sup>153</sup> que o CSC não oferece regulação suficiente quer em termos de mecanismos preventivos (*ex ante*) de controlo, quer em termos de mecanismos reativos (*ex post*) para proteger a sociedade e os *outsiders* de negócios celebrados entre o controlador e a sociedade, uma vez que não existe nenhuma norma semelhante ao disposto no artigo 397.º do CSC (que regula os negócios entre os administradores e a

---

<sup>150</sup> Para outras respostas do ordenamento jurídico nacional, embora sem grandes desenvolvimentos, *vide* MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados...* cit., pp. 37 e ss., e ainda, Comissão Europeia, *Impact Assessment...* cit., p. 20.

<sup>151</sup> Também assim, relativamente ao ordenamento jurídico nacional, JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflito de interesses... cit., pp. 90 e 91 [75-213].

<sup>152</sup> P. H. CONAC, LUCA. ENRIQUES e M. GELTER, «Constraining dominant... cit., p. 498 [491- 528].

<sup>153</sup> Neste sentido, J. M. COUTINHO DE ABREU, «Negócio entre sociedades e partes... cit., p. 14 [13-25].



sociedade) que seja aplicável àqueles negócios<sup>154</sup>. Este estabelece a proibição absoluta para certo tipo de negócios e exige para os outros uma deliberação do conselho de administração (com impedimento do voto dos membros com conflitos de interesse) e um parecer do conselho fiscal (artigo 397.º do CSC, aplicável a outros órgãos, *ex vi* artigos 423.º-H, 428.º e 445.º do CSC). Como nota Pedro Maia<sup>155</sup>, o modelo «assenta, portanto, na proibição do negócio ou no controlo dos respectivos termos, a que pode juntar-se o mecanismo geral da proibição de abuso de direito, sempre que se mostre que a deliberação — a da assembleia geral ou do órgão de administração, consoante o caso — é abusiva (art. 58.º, n.º 1, al. b) CSC)». Sobre-A este mecanismo dedicaremos umas linhas adiante. Não obstante tratar-se de negócios onde o conflito de interesses assume especial intensidade, os negócios com natureza de *self-dealing* não devem ser totalmente proibidos — o objetivo da lei deverá ser o de distinguir entre os negócios «bons» dos negócios «maus». Deve ser permitida a constituição de economias de escala e a grande monotorização da atividade da administração mas controlar os casos excessivos de *self-dealing*.

São ainda de destacar, quanto à limitação da extração dos BPC, as regras (i) de nulidade dos negócios jurídicos com fim contrário à lei ou à ordem pública ou ofensivo dos bons costumes, constantes do artigo 281.º e ss. do Código Civil (CC), (ii) de proibição de *dual vote shares* (artigo 384.º, n.º 5 do CSC), (iii) sobre a capacidade das sociedades, nomeadamente,

---

<sup>154</sup> Na dificuldade de apurar se estes são feitos de acordo com a lei e segundo critérios de racionalidade económica, a técnica legislativa adotada pelo legislador afigura-se na nossa opinião, correta. Neste sentido, a solução poderia passar por estabelecer a proibição à sociedade de conceder empréstimos ou créditos a controladores, bem como efetuar pagamentos por contas deles, prestar garantias a obrigações por eles contraídas ou celebrar com eles contratos de alienação ou aquisição de bens. Tratando-se de uma situação onde frequentemente existirão conflitos de interesse, *de iure condendo*, pensamos que se poderia estabelecer uma regra especial, à semelhança do n.º 2 do artigo 397.º do CSC, determinando a nulidade de tais negócios, exceto se previamente autorizados por deliberação da assembleia geral (com impedimento de voto dos acionistas com conflitos de interesse) e com parecer favorável do conselho fiscal ou da comissão de auditoria. Esta solução apresenta a virtude de impedir o sócio de votar em assembleia geral (por ter um conflito de interesses) e, mesmo na presença de acionistas com direito de voto que se tratasse de pessoas especialmente relacionadas com o controlador, sempre estas deliberações teriam de respeitar o regime estabelecido para as deliberações sociais, sendo que nestes casos o artigo 58.º, n.º 1, alínea b) do CSC assumiria papel fundamental para a proteção dos acionistas *outsiders*. Desta forma, permitir-se-ia verificar que os negócios se os negócios seriam celebrados *independentemente da qualidade do acionista como controlador e não por causa dessa qualidade*.

Interpretando extensivamente o artigo n.º 2 do artigo 397.º, no sentido de integrar casos de dupla representação (contratos celebrados entre a sociedade e terceiros, como o controlador, representados pelo mesmo administrador) e fazendo uma aplicação analógica (por ter a mesma *ratio* subjacente) para os casos de «contratos celebrados entre a sociedade e terceiros com administradores comuns que não representam a sociedade na sua celebração», embora reconhecendo as dificuldades inerentes a estas soluções, JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflito de interesses... cit., p. 104 e ss. [75-213].

<sup>155</sup> PEDRO MAIA, «Corporate Governance ...cit., p. 77.

para prestar garantias<sup>156</sup>, (iv) de proibição de voto para evitar riscos de conflitos de interesses (artigos 251.º, n.º 1 e 384.º, n.º 6, do CSC), (iv) do artigo 29.º do CSC, que embora seja temporalmente limitado<sup>157</sup>, permite impedir a extração dos BPC, uma vez que tem por objetivo evitar o contorno do regime imperativo das entradas em espécie previsto no artigo 28.º daquele diploma. (v) de responsabilidade de sócios controladores *in elegendo* (artigo 83.º do CSC<sup>158</sup>) (vi) dos grupos de sociedades (título VI do CSC, com especial foque para os

---

<sup>156</sup> A questão da delimitação da capacidade das sociedades comerciais em função do fim lucrativo é discutida na doutrina. Contra a posição tradicionalmente defendida de que as sociedades têm fim lucrativo (por exemplo, por COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 3.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 15), por exemplo, RUI PINTO DUARTE, «(Uma) Introdução ao Direito das Sociedades», in *Escritos sobre Direito das Sociedades*, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, p. 34 [9-79]. Estes entendimentos têm naturais reflexos para os BPC, entendendo parte dos autores que o artigo 6.º, n.º 2 de CSC não contém qualquer regra delimitativa de uma rigorosa esfera de incapacidade das sociedades comerciais, pelo que não se pode extrair do mesmo qualquer princípio operativo de incapacidade (como sendo a incapacidade da sociedade para a prática de atos gratuitos). Outra parte, em sentido diametralmente oposto, considera situado para além da capacidade da sociedade os atos de natureza gratuita praticados pelos órgãos de gestão e representação das sociedades comerciais, o que tem sido colocado cada vez mais em causa (doutrina *ultra vires*), como notou JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, vol. IV (Sociedades Comerciais: parte geral), Lisboa, 2000, pp. 61 e ss.. Vide sobre o assunto, PEDRO DE ALBUQUERQUE, em «A Vinculação das Sociedades Comerciais por Garantias de Dívidas de Terceiros», in *ROA*, ano 55, vol. III, 1997, pp. 689 e ss., disponível em <https://www.oa.pt> e «Da Prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas de outras entidades», in *ROA*, ano 57, vol. 1, 1997, pp. 69 e ss., disponível em <https://www.oa.pt> (dividido em duas partes), CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, em «Da prestação de garantias das sociedades a outras entidades», in *ROA*, ano 56, vol. II, 1996, pp. 565 e ss., disponível em <https://www.oa.pt> e em «De novo sobre a prestação de garantias das sociedades a outras entidades», in *ROA*, ano 58, Vol. II, 1998, pp. 823 e ss., disponível em <https://www.oa.pt>, LUÍS BRITO CORREIA, «Parecer Sobre a Capacidade de Gozo de Sociedade Anónimas e poderes dos seus administradores», in *ROA*, ano 57, vol. II, 1997, pp. 739-776, disponível em <https://www.oa.pt>, JOÃO MARCELO FERREIRA CRISTÓVÃO, *Garantias Prestadas por Sociedades Comerciais a Obrigações de Sociedades Coligadas*, 2011, LUÍS A. CARVALHO FERNANDES e PAULO OLAVO DE PITTA E CUNHA, Assunção de dívida alheia. Capacidade de gozo das sociedades anónimas. Qualificação de negócio jurídico, in *ROA*, ano 57, vol. II 1997, disponível em <https://www.oa.pt>, JOÃO LABAREDA, «Nota sobre a prestação de garantias ... cit., pp. 167 e ss., HENRIQUE MESQUITA, «Parecer sobre a capacidade de gozo das sociedades anónimas e os poderes dos seus administradores, in *ROA*, ano 57, Vol. II, 1997, disponível em <https://www.oa.pt>, PEDRO CAETANO NUNES, «Atos gratuitos, capacidade jurídica e vinculação das sociedades comerciais», in *III Congresso – DSR*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 505-525 e MIGUEL URBANO, «Garantias bancárias autónomas ordenadas a favor de terceiros: capacidade e questões atinentes», in *III Congresso – DSR*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 559 e ss.. Num domínio diferente, mas com reflexos no tema, CATARINA TAVARES LOUREIRO e JOANA TORRES EREIRO, «A Relação de Domínio ou de Grupo como pressuposto de facto para a aplicação das normas do Código das Sociedades Comerciais – o âmbito espacial em particular», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 30, 2011, pp. 46-61, disponível em [www.uria.com](http://www.uria.com).

<sup>157</sup> PEDRO MAIA, «Corporate Governance ...cit., pp. 77 e 78, nota 120. Sobre o assunto, vide JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflito de interesses... cit., pp. 96 e ss. [75-213].

<sup>158</sup> Quando o sócio controlador é administrador, a limitação dos BPC está sujeita aos mecanismos de «*checks and balances on managerial behavior*». Expressão de MIKE BURKART e S. LEE, «The one share-one vote... cit., p. 41 [1-49]. Neste sentido, aquela limitação pode ainda passar por medidas *ex post* como a fiscalização do cumprimento dos deveres dos administradores, previstos no artigo 64.º do CSC (principalmente pelo dever de lealdade) e pela *business judgment rule* (cuja violação irá gerar responsabilidade civil nos termos do artigo 72.º do CSC), à semelhança do que acontece para os *agency costs*. Assim, MARIA ISABEL SÁEZ LACAVE, «¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?», in *Indret — Revista para análisis del Derecho*, Barcelona, 2010, p. 10, [www.indret.com](http://www.indret.com), e SIMON JOHNSON, RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SALINES, AND ANDREI SHLEIFER, «Tunneling»... cit., p. 4, que afirmam que «[i]n the U.S., for example, courts rely on the business judgement rule to protect transactions that provide nonmonetary benefits to insiders at the expense of outside shareholders (e.g., empire building), decisions on executive compensation that are approved by a

artigos 501.º e 502.º, mas também da aquisição tendente ao domínio total (artigos 490.º e ss.) e, no que respeita às sociedades abertas em especial, as regras (vii) de *soft law* de *comply or explain*<sup>159</sup>, (viii) sobre a contrapartida na OPA obrigatória (artigos 187.º e ss. do CVM) e, finalmente (ix) sobre a contrapartida na aquisição potestativa (artigos 194.º e ss. do CVM).<sup>160</sup>

II. Deve no entanto recordar-se que a eficácia deste conjunto de respostas do ordenamento jurídico se encontra diretamente dependente do conhecimento desses negócios, assumindo os deveres de informação um papel fundamental<sup>161</sup>. Deve, portanto, tomar-se em atenção o papel fundamental dos deveres de informação dos artigos 245.º-A<sup>162</sup> e 246.º do CVM<sup>163</sup>. Contudo, como nota José Ferreira Gomes<sup>164</sup> «[a]s disposições do artigo 246.º CVM abrangem apenas os casos mais graves de negócios com partes relacionadas (ficando de fora a larga maioria de negócios abusivos de extração de BPC) e mesmo estes poderão não ser

---

*majority of disinterested shareholders, and most takeover defenses. Not surprisingly, these are the areas where the abuse of minority shareholders in the U.S. is perceived to be significant».*

<sup>159</sup> No entanto, como notou a Comissão Europeia, Green Paper «The EU corporate governance framework», Brussels, 5.4.2011, COM (2011) 164 final, p. 16, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), «*The difficulties or inability of minority shareholders to efficiently represent their interests in companies with controlling shareholders may make the 'comply or explain' mechanism much less effective*».

<sup>160</sup> Neste sentido se pronunciou, JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação... cit.

<sup>161</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, «Conflito de interesses «Conflito de interesses... cit., p. 174 e ss. [75-213], tendo já antes (na p. 111), afirmado que «[a] informação releva ainda pelo seu efeito indirecto na limitação dos benefícios privados de controlo: pela redução da assimetria informativa entre *insiders* (com controlo sobre a actividade da sociedade) e *outsiders*, estes últimos podem fazer uso de diferentes mecanismos de governo societário para reagir à violação de deveres de administração. Entre esses mecanismos destacam-se, para além da eleição da administração quando esta não dependa apenas dos *insiders*, as diferentes acções de responsabilidade civil (para com a sociedade, para com os credores sociais, para com sócios e terceiros)».

A Comissão Europeia, em Green Paper... cit., p. 17, destacou ainda o efeito dissuador que esta publicidade pode representar: «*[t]he publicity associated with general meetings might dissuade controlling shareholders from some transactions and give minority shareholders the chance to oppose the resolution approving the transaction. Some propose that controlling shareholders should be precluded from voting*».

<sup>162</sup> Porém, quanto a este preceito, como destaca JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação... cit., p. 130, «[o] facto de ter sido usado um conceito indeterminado — “significância económica” — atribui às partes envolvidas maior espaço de manobra. A sua interpretação desse conceito só poderá ser posta em causa por quem venha a saber da existência de tal negócio por outros meios e esteja na disposição de suportar os custos de tal contestação». JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação... cit., p. 130.

<sup>163</sup> Também neste sentido, o Código de Governo das Sociedades da CMVM 2013 estabelece, na V Recomendação, que «os negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser realizados em condições normais de mercado». Para tal, determina-se que «o órgão de supervisão ou de fiscalização deve estabelecer os procedimentos e critérios necessários para a definição do nível relevante de significância dos negócios com acionistas titulares de participação qualificada — ou com entidades que com eles estejam em qualquer uma das relações previstas no n.º 1 do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários —, ficando a realização de negócios de relevância significativa dependente de parecer prévio daquele órgão». Veja-se ainda a declaração emitida pelo *European Corporate Governance Forum* (a partir de agora, ECGF), disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), onde o fórum estabeleceu algumas *guidelines* para as *related party transactions*.

<sup>164</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação... cit., p. 131.

divulgados: uma vez mais estamos perante o uso de conceitos indeterminados cuja interpretação só poderá ser contestada por quem venha a tomar conhecimento do negócio por outros meios e esteja disposto a suportar os custos dessa contestação».

\*\*\*

III. Nesta sede, importa dar especial ênfase, pela importância que pode revestir, à forma de limitação à extracção dos BPC, prevista no CSC, que consiste no estabelecimento de um regime de invalidade para as deliberações sociais que sejam tomadas pela maioria de forma abusiva<sup>165</sup>. A doutrina e a jurisprudência têm-se questionado quanto à natureza destas deliberações, nomeadamente no que toca à questão de saber se consubstanciam um afloramento do abuso do direito<sup>166</sup>, em especial, quando o vício se encontra no fim ou propósito da deliberação tomada — e não no conteúdo, como a situação prevista no artigo 56.º, n.º 1, alínea d)<sup>167</sup> —, sendo anuláveis nos termos artigo 58.º, n.º 1, alínea b), do CSC. Em causa estão deliberações que se apresentam regulares e válidas do ponto de vista formal, *i.e.* não contrariam formalmente a lei nem o contrato de sociedade, mas que lesam ou ameaçam interesses da sociedade ou dos sócios em termos tão chocantes que se impõe e justifica a possibilidade da sua impugnação, embora em moldes menos severos (através da

---

<sup>165</sup> A discussão doutrinária das deliberações abusivas surgiu em torno de um problema de amortização de quotas, porquanto esta, se não fosse realizada pelo valor real, geraria injustiça grave. Os primeiros estudos foram de INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, «Amortização de Quotas», in *Revista da Ordem dos Advogados*, n.º 3 e 4, 1946, pp. 64 e ss. e de MANUEL DE ANDRADE, «Sobre a validade de cláusulas de liquidação de partes sociais pelo último balanço», in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, n.º 86, 1954, pp. 369-375 (não consultados).

<sup>166</sup> JORGE PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Almedina, 2005, p. 674, denotou que a figura da deliberação abusiva não se esgota na alínea b) do n.º 1 do artigo 58.º do CSC. No seu entender, para se considerar abusiva a deliberação, seria necessário que ela se traduzisse, em relação aos outros sócios, numa situação de manifesta injustiça, «num excesso manifesto dos limites impostos pela boa fé ou pelo fim social ou económico do seu direito» tornando-se escandalosa e intoleravelmente ofensiva do nosso sentido ético-jurídico, que pode revelar-se numa «exaltação para além dos limites razoáveis do fim económico e social deliberativo, ou pode antes conformar uma exorbitância dos limites impostos pela boa fé e pelos bons costumes». Assim, no seu entender, a alínea b) do n.º 1 do artigo 58.º consiste numa «aplicação exemplificativa» do abuso de direito, a par da alínea d) do n.º 1 do artigo 56.º do CSC. Destacando que o instituto do Abuso de Direito, do artigo 334.º do CC não deixa de ter aplicação, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, vol. I, 3.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 797 e ss.

<sup>167</sup> É a contrariedade do conteúdo da deliberação — desta considerada em si mesma e pela regulação que estabelece — que é contrária aos bons costumes (um conceito indeterminado que varia consoante a época e o espaço) que motiva a desvalorização jurídica da deliberação, o que difere dos motivos ou o fim da deliberação sejam contrários aos bons costumes, que não motivarão, de *per si*, esse desvalor. Assim, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, «Diálogos com a Jurisprudência: I – Deliberações dos sócios abusivas e contrárias aos bons costumes», in *DSR*, ano I, vol. 1, 2009, p. 38.

anulabilidade) do que no caso das deliberações cujo conteúdo ofenda os bons costumes (nulidade).

IV. O artigo 58.º, n.º 1, alínea *b*), do CSC determina que é anulável a deliberação aprovada: (i) apropriada para a satisfação do propósito de um [ou mais] dos sócios; em que, (ii) através do exercício do direito de voto<sup>168</sup>; obtenha (iii) vantagens especiais para si ou para terceiros; e em (iv) prejuízo da sociedade ou de outros sócios<sup>169</sup>; (v) ou apenas para prejudicar aquela ou estes; (vi) a menos que se prove que as deliberações seriam tomadas mesmo sem os votos abusivos<sup>170</sup>. Trata-se de uma apreciação objectiva, que se encontra em consonância com o n.º 3 do artigo 58.º, que estabelece a responsabilidade solidária, para com a sociedade ou para com os sócios pelos prejuízos causados, dos sócios que tenham formado a maioria da deliberação. O desvalor jurídico da deliberação abusiva requer a verificação do nexo causal, à semelhança da verificação no âmbito da responsabilidade civil.

Além do elemento objetivo, exige-se um propósito específico do sócio (ou sócios) para que a deliberação seja considerada abusiva. É que a tomada de deliberações, por vezes, esconde objetivos perversos: elas encerram o risco de abuso da maioria ou de desconsideração dos interesses das minorias, sem corresponderem a qualquer interesse real dos aspetos organizativos e funcionais da sociedade, ou das políticas de gestão societária. Existem duas espécies de deliberação abusivas, quanto ao propósito: (i) as que são tomadas com propósitos

---

<sup>168</sup> Esse preceito exige que a deliberação seja apropriada para estabelecer o propósito de um (ou mais) sócios. Esta suscetibilidade de ser apropriada para esse propósito demonstra que não basta existir um propósito do sócio em obter vantagens em prejuízo da sociedade e demais sócios (ou apenas o prejuízo). A deliberação tem de «dar corpo a esse propósito», constituindo uma «materialização deliberativa do propósito», que aponta para o *nexo causal* entre a deliberação tomada e as vantagens especiais e/ou prejuízos que dela possam decorrer para os acionistas e / ou sociedade. JORGE PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades...* cit., p. 677.

<sup>169</sup> Pode, também, acontecer serem os sócios prejudicados (enquanto sócios), em virtude dessa deliberação, sem que a sociedade seja lesada diretamente. Porém, aqui, o dano juridicamente relevante é apenas o dos sócios que não votaram ou que votaram contra a deliberação abusiva.

<sup>170</sup> Importa que os proveitos extraídos pelos sócios que emitem os votos abusivos e / ou os prejuízos infligidos nos sócios ou na sociedade sejam materializados através de deliberação. As vantagens especiais são, através da deliberação, concedidas, possibilitadas ou admitidas a sócios e/ou terceiros e, por essa razão, é a deliberação que sofre o desvalor, sendo inválida. No entanto, esta invalidade advém da invalidade do voto abusivo emitido, o qual, para se refletir na deliberação, terá de passar primeiro pelo teste da resistência. Este requisito, alternativo ao anterior, diz respeito aos atos *puramente emulativos*. Como notou JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Código das Sociedades...* cit., p. 679, o prejuízo da sociedade é sempre, indiretamente, um prejuízo dos sócios. Nos atos emulativos, o interesse da sociedade, que neste caso representa o interesse comum dos sócios (enquanto sócios) é afetado negativamente. Não se pretende entrar na discussão doutrinária acerca do interesse social. Contrapondo o «interesse social» ao «interesse da empresa», para efeitos deste artigo do Código, JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, «Invalidade das Deliberações dos Sócios», in *Problemas de Direito das Sociedades*, IDET, Almedina, 2002, pp. 390-392, conclui que o «interesse da estrutura jurídica», que poderá não ser o dos sócios, manifestando-se, na sua opinião, «mesmo perante uma posição unânime dos sócios».

extra-societários<sup>171</sup>, sendo apropriadas para satisfazer o propósito de alcançar, para um ou vários sócios, vantagens especiais em prejuízo da sociedade ou dos restantes sócios. Estas exigem um «dano resultante da consecução de vantagens especiais: entre aquele e esta existe imediata ou mediata conexão causal»<sup>172</sup>, tendo já sido denominado de «um duplo propósito»<sup>173</sup>; e (ii) as apropriadas para satisfazer o propósito de apenas prejudicar a sociedade ou sócios, constituindo atos emulativos, porquanto o prejuízo pretendido é indiferente às eventuais vantagens dos votantes. Trata-se de uma «desfuncionalização do voto»<sup>174</sup>, porque orientado para uma finalidade axiologicamente negativa nas deliberações cujo escopo seja simplesmente prejudicar a sociedade ou outros sócios — a causa de invalidade radica assim no seu carácter puramente emulativo.

Nas deliberações abusivas, acaba por existir uma *desfuncionalização do voto* e, consequentemente, da deliberação. A deliberação é tomada com um propósito que é ilícito, do ponto de vista legal. Esse propósito, sendo um «elemento subjectivo e actual (e não virtual)»<sup>175</sup>, será materializado no dolo, embora se tenha vindo a chamar a atenção para que bastará que seja dolo eventual. Assim, bastará provar que «um ou mais sócios, ao votarem, previram como possível a vantagem especial para si ou para outrem, ou o prejuízo da sociedade ou de outros sócios, e não confiaram que tal efeito eventual não se verificaria»<sup>176</sup>. Ou seja, trata-se da deliberação que «mais directa e intuitivamente aponta para aquela que se presta ao objectivo em referência, embora o não inclua concretamente»<sup>177,178</sup>.

---

<sup>171</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Código das Sociedades Comerciais (anotado)*, Almedina, 2011, p. 236.

<sup>172</sup> JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, n.º 1, 2010, p. 678.

<sup>173</sup> Contra, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, «Diálogos... cit., p. 41, que, notando que estas não dispensam o prejuízo, afirmou que este se trata, porém, «de dano resultante da consecução de vantagens especiais; entre aquele e esta existe imediata ou mediata conexão causal». Ou seja, o propósito poderá não abarcar necessariamente o prejuízo. Também assim, RICARDO SERRA CORREIA, «Da (ir)responsabilidade civil dos sócios por deliberações abusivas», in ROA, p. 190, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt).

<sup>174</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Participação Social...* cit., p. 154.

<sup>175</sup> JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Código das Sociedades...* cit., p. 679 e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Participação...* cit., p. 157, tendo sido o primeiro a colocar a dúvida. Como notou, RICARDO SERRA CORREIA, «Da (ir)responsabilidade civil... cit., p. 188, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt), a «necessidade do propósito ser actual e subjectivo implica maiores (terríveis) dificuldades na sua prova, levando, evidentemente, a menores decisões de anulação de deliberações abusivas».

<sup>176</sup> JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Código das Sociedades...* cit., p. 680.

<sup>177</sup> JORGE PINTO FURTADO, *Deliberações de Sociedades...* cit., p. 677.

<sup>178</sup> Existe, no entanto, controvérsia quanto à necessidade da prova deste elemento subjectivo: (i) corrente que exige a prova do elemento objetivo e do subjectivo: é necessário apurar se o autor do voto teve efetivamente uma intenção subjectiva e atual de, com ele, alcançar um daqueles resultados e que a deliberação é objetivamente apta para tanto. Esta é a corrente que maior adesão tem tido pela doutrina e pela jurisprudência. (ii) corrente objetivista: Em alternativa, tem sido proposto que bastará verificar se, mesmo sem a intenção, a deliberação, com o conteúdo e circunstâncias concretas, é objetiva e efetivamente apta para satisfazer um propósito que aquele

Como já foi afirmado *supra*, na delimitação do conceito de BPC, vantagens especiais consistem em proveitos patrimoniais (nem que seja indiretos), caracterizando-se por não ser *comuns* nem *gerais*<sup>179</sup>. Podem ainda ser concedidos a terceiros, *i.e.* não sócios, embora, neste caso, pareça não ter relevância para efeitos do artigo 58.º, n.º 1, alínea *b*). E como já foi notado outrora, «não parece razoável que a maioria, só pelo facto de o ser, imponha uma solução prejudicial aos interesses minoritários em flagrante violação da paridade de tratamento e sem que se encontre uma justificação adequada para esse sacrifício»<sup>180</sup>.

A lei comina com o vício da anulabilidade, designadamente, as deliberações que violem disposições da lei (quando não lhes seja determinada a nulidade) e do contrato de sociedade e aquelas que sejam apropriadas a satisfazer o propósito de um dos sócios de conseguir, através do direito de voto, vantagens especiais para si ou terceiros, em prejuízo da sociedade ou de outros sócios ou simplesmente de prejudicar aquela ou estes, a menos que se prove que as deliberações teriam sido tomadas mesmo sem os votos abusivos (artigo 58.º, n.º 1, alíneas *a*) e *b*) do CSC). O sócio dispõe da faculdade de as impugnar e de pedir ao tribunal que, dependendo do vício que sobre elas incida, as anule ou as declare nulas ou inexistentes (artigos 59.º e 60.º, n.º 1, do CSC).

As deliberações abusivas refletem duas dimensões de ilicitude. Em primeiro nível, a ilicitude dos votos que a compõem. Contudo, a simples ocorrência de votos abusivos não é suficiente para inquinar a deliberação. Na parte final do artigo 58.º, n.º 1, alínea *b*), encontra-se o que a doutrina tem apelidado de «prova de resistência». O vício do voto é juridicamente relevante, mas só será relevante para a deliberação, nela se refletindo, quando não passar por esta prova de resistência<sup>181</sup>, o que significa que é necessário que os votos não abusivos sejam suficientes para a formação da maioria deliberativa necessária à tomada da concreta

---

sócio possa subjetivamente ter, independentemente de ele o ter atualmente ou não. PINTO FURTADO, *idem*, LUÍS BRITO CORREIA, em *Direito Comercial — Deliberações dos sócios*, vol. III, Lisboa, AAFDL, 1995, p. 342 e ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, em *Sociedades comerciais e valores mobiliários*, Coimbra Editora, 2008, p. 206, consideram que a lei não exige prova do sentido objetivo, não sendo necessário fazer uma imputação subjectiva quanto ao abuso e bastando que as deliberações sejam apropriadas para satisfazer o propósito, *i.e.* bastará verificar-se o resultado.

Esta diferença é bastante relevante, porque, no primeiro caso, o sócio minoritário será obrigado a provar cada um dos propósitos dos sócios para considerar os seus votos abusivos, e, quando a deliberação não subsista à prova de resistência – situação mais difícil de se verificar –, será anulável. Pela dificuldade que levanta esta prova, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, «Diálogos... cit., pp. 44 e 45, afirmou que o juízo acerca do carácter abusivo «deveria incidir sobre a deliberação unitária ou globalmente considerada, não nos votos (e propósitos de cada um dos sócios)», denunciando a dificuldade de prova do propósito abusivo, em especial, quando a deliberação for composta por vários votos, de vários sócios, que unitariamente levaram à sua aprovação, sem qualquer debate.

<sup>179</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...* cit., p. 156.

<sup>180</sup> Acórdão do TRP de 17.02.2011, processo n.º 117/07.0TYVNG.P1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>181</sup> JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, «Invalidade... cit., p. 376.

deliberação. Como a lei considera válida a deliberação quando, desconsiderados os votos abusivos<sup>182</sup>, a maioria necessária para a aprovação for reunida, torna-se claro que o «vício incide primordialmente sobre o voto e só reflexamente sobre a deliberação»<sup>183</sup>.

A doutrina<sup>184</sup> faz uma interpretação restritiva do n.º 3 do artigo 58.º do CSC, para afastar responsabilidade dos sócios que não votaram intencionalmente — votos inocentes<sup>185</sup>. O legislador não terá pretendido aplicar a sanção de *anulabilidade* à «deliberação vantajosa para a maioria e para a minoria, à sociedade ou terceiros mas àquela que a estas características acrescente a feição *excessiva, i.e., abusiva*»<sup>186</sup>.

De acordo com n.º 1 do artigo 59.º do CSC, «a anulabilidade pode ser arguida pelo órgão de fiscalização ou por qualquer sócio que não tenha votado no sentido que fez vencimento nem posteriormente tenha aprovado a deliberação, expressa ou tacitamente». Já o n.º 2 determina que o prazo para a proposição da ação de anulação é de 30 dias, contados a partir da data em que foi encerrada a assembleia geral ou do terceiro dia subsequente à data do envio da ata da deliberação por voto escrito. Assiste-se a duas fundamentações recorrentes para justificar a anulação de deliberações abusivas, sem recurso ao artigo 58.º, n.º 1, alínea *d*) do CSC<sup>187</sup>: (i) recurso à formula do abuso do direito, principalmente, na fórmula «*tu quoque*»<sup>188</sup>, que visa impedir que alguém que tenha adotado uma conduta ilícita tire partido

---

<sup>182</sup> Critério que choca RICARDO SERRA CORREIA, «Da (ir)responsabilidade civil... cit., p. 192, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt), «dada a extrema dificuldade em demonstrar os propósitos ilícitos e autonomizar cada um dos votantes abusivos para que a deliberação perca a maioria». No seu entender, «deveria ser o critério do interesse social a ditar a produção de efeitos da deliberação, sob pena de se chegar a resultado absolutamente irrazoável», o que leva o autor a concluir no sentido de que a «prova de resistência acaba por servir de válvula de escape para a validade de deliberações que contrariam o interesse social».

<sup>183</sup> JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, «Invalidade... cit., p. 398.

<sup>184</sup> Por exemplo, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...* cit., p. 158.

<sup>185</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A Participação...* cit., p. 158.

<sup>186</sup> JORGE PINTO FURTADO, *Deliberações dos Sócios — Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2003, p. 389 (realçado no original).

<sup>187</sup> Apesar de não ser prevista qualquer sanção para o abuso do direito, dizendo o n.º 1 do artigo 334.º do CC que o exercício do direito é *ilegítimo*, sempre existiria o risco de, por violador da lei (nos termos do artigo 280.º, n.º 1, do CC), o negócio, *rectius*, a deliberação ser anulada nos termos do artigo 287.º, n.º 1, do CC, no prazo de 1 ano. Não é raro encontrar decisões defendendo a asserção de que o abuso do voto deverá ser concretizado objetivamente, à semelhança do disposto no artigo 334.º do CC, em prejuízo da clareza da dogmática das deliberações abusivas. É possível que esta tendência jurisprudencial se deva à dificuldade em provar o elemento subjetivo subjacente ao artigo 58.º, n.º 1, alínea *d*) do CSC. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, «Diálogos... cit., p. 46. Assim, como notou ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual...* cit., p. 797, este elemento subjetivo tem vindo a passar para segundo plano, recorrendo-se ainda ao «interesse da sociedade», à semelhança do que se faz no abuso de direito no âmbito do Direito das Sociedades, como forma de auxiliar na ponderação dos valores em presença. Na sua opinião, assiste-se a uma «*paulatina colonização dos “votos abusivos” pelo “abuso de direito”*», *Idem*.

<sup>188</sup> Por exemplo, no Acórdão do TRC de 06.11.2011, processo n.º 281/08.1TBVNO.C1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).



dessa situação, prevalecendo-se dela, para impor à contraparte o acatamento das consequências daí resultantes. Veja-se a formulação do Acórdão do STJ de 09-10-2003<sup>189</sup>, onde se considerou não ser «sem mais, abusiva a deliberação da maioria apenas susceptível de causar um dano à sociedade ou aos outros sócios na prossecução de vantagens especiais, mas aquela que traduza esta ideia na forma ou na dimensão de um excesso manifesto, abrindo margem à situação de clamorosa injustiça de que falam os autores e quanto à qual, só verificada ela, poderá fazer-se disparar a eficácia reparadora do abuso do direito»; (ii) recurso ao artigo 56.º, n.º 1, alínea *d*) do CSC, para declarar nula a deliberação, com base no seu conteúdo contrário aos bons costumes. Neste sentido, veja-se matérias em que já foram tomadas decisões concretas em sede de deliberações abusivas: (i) aumento do capital social<sup>190,191</sup>; (ii) exclusão de sócio<sup>192</sup>; (iii) aumento da remuneração do sócio gerente<sup>193</sup>; (iv) venda de ativos da sociedade<sup>194</sup>.

Como foi referido no Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 26.05.2009<sup>195</sup> «sempre se deverá ter presente o princípio fundamental do direito societário que se traduz na igualdade de tratamento dos sócios, em geral, no seu significado de, em igualdade de circunstâncias, no necessário atendimento da respetiva medida na participação do capital social, deverem ser objeto de tratamento igualitário». A ideia fundamental é, pois, a de que no

---

<sup>189</sup> Acórdão do STJ de 09.10.2003, processo n.º 03B1816, disponível em [www.dgsi.pt/](http://www.dgsi.pt/).

<sup>190</sup> RAÚL VENTURA, *Alterações do Contrato de Sociedade*, Coimbra, Almedina, 1986, anotação ao artigo 87.º, n.º 2. Já foi destacado que os motivos do aumento de capital podem constituir fundamento de impugnação da deliberação, por referência ao artigo 58.º, n.º 1, alínea *d*), do CSC. No entanto, é necessário analisar em concreto quais os efeitos desse aumento do capital social para podermos emitir opinião esclarecida, em especial, nos casos em que ela não for acompanhada pelos minoritários. Parece que não bastará a uma simples deliberação de aumento do capital não *visivelmente* reclamado pelo interesse social (intenção ou motivo) vir alterar a proporção da participação de sócios da minoria no capital (fim). JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Do Abuso de Direito*, Almedina, 1999, p. 176, recorda que nenhum sócio tem direito à «inalterabilidade» da sua posição actual na sociedade. O autor dá outros exemplos de deliberações abusivas: (i) deliberação de não distribuição de lucros, com o propósito de os sócios minoritários cederem as suas participações sociais, beneficiando os *insiders* (uma das formas de *squeeze-out*, como notámos *supra* em 4.1.3.); e (ii) deliberação de venda de bem imóvel a terceiro, por preço manifestamente inferior àquele que foi oferecido por um dos sócios (minoritários). Este último, também referido em J. M. COUTINHO DE ABREU, «Negócio entre sociedades e partes... cit., p. 23 [13-25].

<sup>191</sup> Acórdão do STJ de 08.05.2001, processo n.º 02B071, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt/); Acórdão do TRP de 10.04.1999, processo n.º 9621023, sumário disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>192</sup> Acórdão do STJ de 08.05.2001, processo n.º 02B071, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt); Acórdão do TRC de 06.11.2011, processo n.º 281/08.1TBVNO.C1, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt); e Acórdão do STJ de 28.02.2002, processo n.º 02B071, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>193</sup> Acórdão do STJ de 09.10.2003, processo n.º 03B1816, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt); Acórdão do TRL de 15.04.2007, processo n.º 9007/2006-6, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt); Acórdão do TRP de 20.04.2004, processo n.º 0220836, sumário disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>194</sup> Acórdão do TRP de 20.04.2004, processo n.º 0220836, sumário disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>195</sup> Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 26-05-2009, Processo n.º 7517/2008-7, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

desempenho da sua atividade, nem a sociedade nem os sócios deverão proceder à adoção de opções arbitrárias que beneficiem ou prejudiquem determinados sócios.

Parece-nos, após esta breve explicação, que esta alínea *b)* do n.º 1 do artigo 58.º do CSC se revela fulcral para a limitação dos BPC pelo sócio controlador. Sendo um mecanismo ao dispor dos *outsiders*, este tem sido bastante aplicado pelos tribunais nacionais.

**CAPÍTULO II**  
**OPA OBRIGATÓRIA**



## 1. Enquadramento. As vendas de controlo como forma de extração dos BPC em especial e a OPA obrigatória como forma de limitação dos BPC

I. Imagine-se que, como é típico, um sócio controlador consegue extrair BPC da atividade corrente de uma sociedade. Já atrás tivemos oportunidade de verificar que existem vários mecanismos através dos quais ele conseguirá fazê-lo. Neste caso, o controlador irá receber vantagens patrimoniais pela sua posição de controlo, as quais não são partilhadas com os demais acionistas livres. Contudo, esse controlador poderá, alternativamente, extrair valor através da venda da sua posição a terceiro, que procede ao pagamento do preço daquela posição, acrescido de um prémio, já que a posição do acionista controlador tem características que motivam uma valorização face à posição dos demais acionistas, em virtude de dois fatores: (i) capacidade de exercício do controlo; (ii) valor dos BPC que ele tem capacidade de extrair. Neste sentido, tem sido afirmado que as operações de venda de controlo capitalizam os *cash flow* associados aos BPC<sup>196</sup>, os quais podem ainda ser também extraídos, numa fase posterior, através da aquisição potestativa aos minoritários, quando verificados os requisitos respetivos<sup>197</sup>.

II. Nos dias de hoje, são muito frequentes aquisições de sociedades (principalmente *share deals*<sup>198</sup>) através de mecanismos de *leverage*, sendo cada vez mais recorrente a

---

<sup>196</sup> Poder-se-á afirmar que numa sociedade aberta o preço de mercado de uma posição de controlo poderá refletir o valor de uma parte da posição dos não controladores, uma vez que as ações destes sofreram um desconto por força da extração dos BPC.

<sup>197</sup> RONALD J. GILSON e JEFFREY N. GORDON, *Controlling Controlling...* cit., p. 3.

<sup>198</sup> Estes negócios têm em comum a transmissão para o adquirente, não da titularidade jurídica da empresa, mas da titularidade económica, visto que o transmissário adquire o *controlo* e não a *propriedade* da empresa. Sobre o assunto, vide ANTÓNIO PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, «Compra e venda de empresa: A venda de participações sociais como venda da empresa (“share deal”)», in MANUEL DA COSTA ANDRADE/MARIA JOÃO ANTUNES/SUSANA AIRES DE SOUSA (Coord.), *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Jorge Figueiredo Dias*, vol. IV, Coimbra, Coimbra Editora, 2009, pp. 685-728, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Tomada de Sociedades...* cit., 761-777, e PAULO CÂMARA/ MIGUEL BRITO BASTOS, «O direito da aquisição de empresas: uma introdução», in PAULO CÂMARA (Coord.), *Aquisição de empresas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, pp. 13-64, que, na p. 16, reconduzem aos *share deals* apenas a transmissão dos direitos de voto inerentes às participações sociais subjacentes e não às participações.

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “A empresa como objecto de negócios — «Asset Deals» versus «Share Deals»”, in ROA, vol. 2 e 3, n.º 68, 2008, p. 726 [715-793], chama a atenção para que a transmissão de ações de uma sociedade «não pode ser equiparada em absoluto» à transmissão da empresa que é detida por essa sociedade, pois «têm por objecto a transmissão de fracções de capital social, e não do património da sociedade» — a titularidade da empresa permanece na sociedade na qual estava integrada, embora constitua a causa negocial da aquisição de participações sociais. Os sócios não possuem qualquer direito real sobre a empresa, mas uma posição jurídica complexa sobre a sociedade, fundada na sua participação social. Daí que os *share deals* também sejam designados por «aquisições indirectas». Não é aqui o momento de participarmos na discussão doutrinária

aquisição por *leverage buy-out* (LBO)<sup>199</sup>. Tratando-se de uma operação jurídica complexa, através das operações de LBO, é a própria sociedade adquirida que suporta o custo económico-financeiro da sua aquisição, ocorrendo um aumento significativo do seu coeficiente de endividamento com o consequente resultado de alavancagem financeira sobre o seu património social, independentemente do modelo de financiamento escolhido para a operação (tipicamente envolverá uma instituição de crédito ou uma sociedade financeira). Já se advinha, que consiste num modo de extrair os BPC, na medida em que os *cash flows* futuros da sociedade ficam desde logo alocados ao pagamento da aquisição da sociedade pelo adquirente do controlo. Para estarmos perante uma aquisição através de LBO, não se exige que a sociedade adquirida suporte a totalidade do custo da sua aquisição, mas que suporte uma parte significativa. São no entanto vários os limites e condicionantes legais a que a preparação de uma operação de LBO deve atender, desde logo: (i) proibição de assistência financeira<sup>200</sup> (ii) a proibição de aquisição de ações próprias e (iii) regime da prestação de garantias por sociedades.

As da OPA obrigatória inserem-se num conjunto de respostas do ordenamento jurídico nacional à extração de BPC pelo acionista de controlo nas operações de venda do controlo e de condicionamento às aquisições através de técnicas de LBO — sendo por isso, as condições

---

acerca das aquisições indiretas, uma vez que o nosso objeto de estudo é outro. Apesar de o negócio jurídico paradigmático corresponder à aquisição de uma participação social de controlo, outros negócios permitem ao participante adquiri-lo, por exemplo, a fusão, a cisão, os aumentos de capital reservados, entre outros.

<sup>199</sup> LBO consiste numa operação económica, financeira e jurídica, que se traduz «numa técnica financeira de aquisição de uma empresa societária, com recurso predominante a capitais alheios, mediante afectação dos *free cash flows* e das reservas livres, expressas ou ocultas na contabilidade da sociedade adquirida à garantia e ao reembolso da dívida financiadora do preço de aquisição». JOSÉ HORTA OSÓRIO, *Da Tomada...* cit., p. 79. Como explicou o autor (na p. 95), o LBO pode ser efetuado por diversas formas, «*tantas quantas as formas possíveis de transmissão jurídica de empresas*», exemplificando (i) por aquisição da totalidade das ações ou do controlo de uma sociedade; (ii) por trespasse de um estabelecimento comercial; (iii) pela aquisição de uma sociedade, constituída por domínio total inicial pela sociedade vendedora, cujo capital tenha sido realizado em espécie com uma empresa detida por aquela; (iv) pela aquisição de uma sociedade cindida através de um *spin off*, i.e., através da transmissão das ações (ou da empresa) de uma sociedade dependente para os acionistas da sociedade dominante; ou (v) pela venda de todos os bens (ativos e passivos) de uma sociedade (*sale of all or substantially all assets*). Destacando que as OPAs podem ser realizadas com recurso a LBO, e que tal foi o motivo para a denominada «4.ª vaga de fusões e aquisições», que teve lugar na década de 80 do século XX, nos EUA, ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Coimbra, Almedina, 2009, p. 21, nota 12. Sobre outras técnicas de *buy-out*, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Tomada de Sociedades (takeover): Efectivação, Valoração e Técnicas de Defesa*, in *ROA* n.º 54, 1994, pp. 769 e ss. [761-777], disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt).

<sup>200</sup> Sobre a importância do regime de proibição de assistência financeira para proteção dos minoritários nos iremos pronunciar adiante, em III — 1.3..

de financiamento da OPA a lançar pelo oferente uma das questões que mais interessa aos *outsiders*<sup>201</sup>.

III. Iremos prestar especial atenção neste momento às vendas de controlo através do procedimento da OPA e àquelas que originam a obrigação de lançamento da OPA obrigatória. As OPAs em análise são, pois, as que tenham por objeto, pelo menos, ações emitidas por sociedade aberta cuja lei pessoal seja a lei portuguesa e cujos valores mobiliários emitidos estejam admitidos à negociação em mercado regulamentado a funcionar em território nacional<sup>202</sup>, critério coincidente com a delimitação espacial da obrigação operada pelo artigo 108.º, n.º 1, do CVM para o regime das OPAs obrigatórias. Ademais, pela natureza da obrigação de lançamento de oferta, já se compreende que apenas trataremos de OPAs regulares, ou seja, as que seguem o procedimento aquisitivo tipificado no CVM e não as chamadas OPAs irregulares, *i.e.* resultantes da requalificação de convites dirigidos ao público para contratar aquisições de ações sem que se siga o respetivo regime legal. Será dado especial enfoque às primeiras, porquanto é nessa sede que mais se tem lutado pela distribuição do prémio do controlo, sendo que nestas essa distribuição acontece meramente como reflexo da intensidade da obrigação que advém da OPA obrigatória. Assim, *in a glimpse*, iremos no presente capítulo explicar as regras essenciais à delimitação da obrigação de lançamento de uma OPA, sem descurar a apresentação do procedimento de OPAs voluntárias, tentando concretizar com exemplos que tiveram lugar no mercado nacional, para, no último capítulo, tirarmos as conclusões relativamente à sua adequação para limitar a extração de BPC.

IV. Diferentes respostas têm sido dadas pelos ordenamentos jurídicos ao surgimento do mercado de controlo<sup>203</sup>. Na sua génese, são contrapostos dois paradigmas: o dos EUA e o do Reino Unido<sup>204</sup>. Aqui, qualquer tomada de controlo de uma sociedade tem de

---

<sup>201</sup> Ao exercerem o direito de *exit*, os acionistas livres esquivam-se aos fardos com que a sociedade visada poderá ficar constituída em virtude da aquisição através de técnicas de LBO.

<sup>202</sup> De acordo com o critério do artigo 3.º do CSC, serão as que tenham a sede principal e efetiva da administração em Portugal. Independentemente da lei pessoal e do mercado em que circulem os valores mobiliários das sociedades que com ela mantêm uma relação de domínio grupo ou de domínio. Sobre a aquisição da qualidade de sociedade aberta e efeitos dessa aquisição, *vide* PAULA COSTA E SILVA, *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório...* cit., pp. 227-286.

<sup>203</sup> Para uma apresentação do conceito de mercado de controlo, embora na perspetiva de *finance* e não de *governance*, *vide* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate ...* cit., pp. 22 e ss..

<sup>204</sup> Para um resumo histórico muito curto dos paradigmas legislativos dos EUA e do Reino Unido, bem como, posteriormente, do paradigma alemão, da Diretiva e japonês, *vide* HARALD BAUM, *Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model*, disponível em [www.sydney.edu.au](http://www.sydney.edu.au). Cfr. MARCO

obrigatoriamente respeitar o procedimento de OPA, assim como a aquisição do controlo por outra forma gera imediatamente o dever de lançar uma OPA. Ali<sup>205</sup>, a OPA é facultativa, havendo outros instrumentos para adquirir o controlo e permitindo-se às sociedades uma maior liberdade para se defender contra OPAs hostis<sup>206</sup>.

## 2. Obrigação de lançamento de OPA universal

V. O tema das OPAs tem vindo a ser objeto de estudos intensivos nos vários ordenamentos jurídicos (incluindo no nacional), principalmente no que respeita à delimitação da obrigação de lançamento. Explicava Raúl Ventura<sup>207</sup> que a OPA podia ser obrigatória de

---

Ventoruzzo, *The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?*, Bocconi Legal Studies Research Paper n.º 06-07, 2005, disponível em [www.ssrn.com/abstract=819764](http://www.ssrn.com/abstract=819764).

<sup>205</sup> Tome-se em atenção que o mercado os EUA é dos mais desenvolvidos do mundo e o seu *William Act* não prevê a OPA obrigatória. É por essa razão que JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *An Economic Analysis of Portuguese Corporation Law — System and Current Developments*, não publicado, p. 43, disponível em [www.estig.ipbeja.pt](http://www.estig.ipbeja.pt), afirmou que «[p]ortuguese corporate lawyers or managers can only dream when they hear from the United States and some European countries the exciting aspects of corporate life and the impressive figures relating to transactions to corporate control: as a matter of principle, one may even doubt as to whether it would be appropriate to speak at all of a market for corporate control in Portugal». Nos EUA, ao invés de se aplicar a «mandatory bid rule» (regra da OPA obrigatória), aplica-se a «market rule». Sobre a «market rule», consulte-se EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, *Efficiency in Private...* cit., pp. 12 e 13, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1610259](http://www.ssrn.com/abstract=1610259).

<sup>206</sup> As OPAs hostis servem o propósito de mudar o poder numa sociedade contra a vontade do núcleo de controlo, reestruturar a sociedade visada, torná-la mais dinâmica, e nomeadamente melhorar o desempenho dos titulares dos órgãos da administração, como acima já foi notado, por duas razões. Em primeiro lugar, porque, como com a OPA é exigida uma maior transparência (havendo mais informação e mais controlo sobre esta que, em função da dispersão do capital pelo público, se tinha esvanecido — não estando portanto concentrado como tipicamente acontece na assembleia geral), as suas atuações passadas e presentes ficarão mais expostas. Por outro lado, os administradores tenderão a desempenhar as suas competências de forma mais eficiente, extraindo menos custos de agência, promovendo a maior distribuição dos lucros, com receio de uma OPA hostil e de um novo controlador com poder de, recorde-se, destituí-los sem justa causa. Várias são as medidas que podem ser tomadas com vista à proteção de OPAs hostis. Do ponto de vista *ex ante*, as medidas defensivas contra OPAs hostis reduzem a probabilidade de lançamento de OPAs, enquanto de uma perspetiva *ex post*, i.e., após o lançamento da oferta, aumentam o poder de negociação dos administradores, na qualidade dos agentes que atuam no interesse dos acionistas como destaca MARIA ISABEL SÁEZ LACAVE, «¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?», in *Indret — Revista para análisis del Derecho*, Barcelona, 2010, p. 7, disponível em [www.indret.com](http://www.indret.com). Sobre o assunto, cfr. LUÍS MENEZES LEITÃO, «As Medidas Defensivas Contra uma Oferta Pública de Aquisição Hostil», in *IVM, DVM*, vol. VII, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 57-76, ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva)...* cit., pp. 32-58 (para uma apresentação geral) e, ainda, GUIDO A. FERRARINI, «Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control», *Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*, OECD, Conference Proceedings, 2000, pp. 12-21, [www.ssrn.com/abstract=265429](http://www.ssrn.com/abstract=265429), embora numa perspetiva de comparação entre as medidas de defesa nos EUA e na UE.

<sup>207</sup> RAÚL VENTURA, «Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários», in *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1992, p. 124 [105-335]. Para um estudo mais aprofundado sobre as classificações de OPAs, cfr. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *Da oferta pública de aquisição e do seu regime jurídico*, *Stvdia Ivridica* 11, Coimbra, Coimbra editora, 1995, pp. 64 -86.



duas formas: (i) obrigatoriedade da utilização de OPA como processo para aquisição de valores mobiliários, ou seja, «quando o interessado na aquisição de acções se vê forçado, pelos regulamentos destas operações (...) a usar o processo da OPA para adquirir as acções que pretende (forma obrigatória de OPA)»<sup>208</sup>; ou (ii) obrigatoriedade de lançamento de uma OPA universal, quando o interessado na aquisição se vê forçado «a lançar uma OPA para adquirir mais acções, que eventualmente não pretendia (lançamento obrigatório de OPA)». A obrigatoriedade de lançamento de uma oferta encontra assim, no ordenamento jurídico atual, o papel de legitimar a concentração empresarial — de forma subsequente, pois tem lugar após a *tendencial* existência de controlo por um acionista — compreendendo as operações em que uma sociedade comercial, outrora autónoma económica e estruturalmente, passa a submeter-se a um único centro de decisão. Acresce que, como destacou Menezes Falcão<sup>209</sup>, a concentração empresarial poderá ser «geradora de toda a problemática das restrições à concorrência dos mercados em que operam as empresas envolvidas».

VI. O regime da OPA obrigatória encontra-se previsto nos artigos 187.º a 193.º do CVM<sup>210</sup>. O dever de lançamento da OPA recai sobre o participante na sociedade aberta, cuja participação atinja, quer diretamente, quer por efeito da imputação realizada nos termos do artigo 20.º do CVM<sup>211</sup>, os limiares estabelecidos pelo Código no artigo 187.º, sem que se

---

<sup>208</sup> Era o que se passava no âmbito do artigo 313.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais — doravante CSC —, na sua versão inicial, quando verificadas cumulativamente as três alíneas aí apresentadas. Tendo sido inserida no ordenamento jurídico português através do Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Setembro, a Oferta Pública de Aquisição obrigatória viu o seu regime regulado, a par das outras OPAs, no CSC, mais propriamente, no seu artigo 313.º (em conjunto com a Portaria n.º 422-A/88, de 4 de Julho), só com o Código do Mercado dos Valores Mobiliários (doravante, Cód.MVM) se pode afirmar ter integrado surgido no ordenamento jurídico português a obrigação de lançamento da oferta. O Cód.MVM, tendo sido aprovado pelo Decreto-Lei L n.º 142-A/91, de 10 de Abril, foi revogado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro. Para uma análise do regime das OPAs previsto no CSC, RAÚL VENTURA, «Ofertas Públicas de Aquisição... cit., pp. 103-335.

<sup>209</sup> MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória», in IVM, DVM, vol. III, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, p. 182 [179-228].

<sup>210</sup> Sobre a técnica legislativa para consagrar a obrigação de lançamento de OPA, MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 218. Quanto à técnica utilizada na regulação das OPAs em geral, embora no âmbito do Cód.MVM, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Ofertas Públicas de Aquisição», in AAVV, Direito dos Valores Mobiliários, Lisboa, Lex, 1997, pp. 271-272 [267-290] = «Ofertas Públicas de Aquisição», in ROA 56, 1996 (pp. 499-533), disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt).

<sup>211</sup> A doutrina tem questionado a bondade desta técnica de imputação de direitos de voto ao abrigo do artigo 20.º, tal como estabelecida no artigo 187.º do CVM. Sobre o assunto, *vide*, entre outros, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO «A Imputação dos Direitos de Voto... cit., pp. 161-192, disponível em [www.cvm.pt](http://www.cvm.pt); PAULA COSTA E SILVA, «A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição», in IVM, DVM, vol. VII, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 403-441 = «A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição», in MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, Almedina, 2007, p. 243-282, e também «Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos», in IVM, DVM, vol. V, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, pp. 325-342, JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A Imputação dos Direitos de*

tenha verificado nenhuma das exceções nele contempladas. Trata-se de uma obrigação legal, ao contrário do que acontece na chamada «OPA estatutária», onde essa obrigação tem por fonte um preceito estatutário<sup>212</sup> da sociedade visada, não sendo a OPA geral resultante desta última fonte considerada como OPA obrigatória, para efeitos dos artigos 187.º a 193.º do CVM<sup>213</sup>, porque, do ponto de vista legal, trata-se de uma OPA facultativa.

Na OPA obrigatória existe uma imposição de elaboração de uma proposta<sup>214</sup>, ainda que o oferente não pretenda adquirir nenhum valor mobiliário. Esta encontra-se vinculada em dois sentidos: (i) tem o seu conteúdo determinado<sup>215</sup> e, (ii) segue necessariamente uma técnica contratual e um procedimento predefinido para a aquisição de valores mobiliários<sup>216</sup>.

VII. Por o regime ter como objetivo legitimar o controlo já adquirido pelos acionistas, e por essa razão, pretender considerar os direitos de voto da sociedade visada<sup>217</sup> na imputação

---

*Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010 e também A «Imputação dos Direitos de Voto no Mercado de Capitais», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, 2007, pp. 59-69, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), JOÃO SOARES DA SILVA, «Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários», in *Cadernos de Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 26, 2007, pp. 47-58, VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, «Delimitação dos votos... cit., pp. 711-754 e, ainda, o nosso «OPA Obrigatória — Impacto ... cit., em especial pp. 100 e ss. [61-150].

<sup>212</sup> A OPA estatutária é uma forma de proteger uma sociedade de OPAs hostis, a qual «é dotada de um preceito estatutário nos termos do qual o adquirente de uma percentagem de acções superior a uma certa percentagem — 25% ou 30%, por exemplo, embora seja de encarar percentagens cada vez menores — ficaria adstrito a lançar uma OPA universal», como explicou ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «A OPA Estatutária como Defesa Contra Tomadas Hostis», in ROA 58, 1998, p. 140 [133-145].

<sup>213</sup> Neste sentido, embora relativamente ao Cód.MVM, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «A OPA Estatutária... cit., p. 141.

<sup>214</sup> E uma vez lançada a OPA, esta só poderá ser revogada, modificada ou revista em termos muito restritos. Sobre o assunto, vide *infra* III — 2.3.2 e 2.3.3..

<sup>215</sup> Este aspeto encontra-se especialmente relacionado com o regime da contrapartida. Contudo, existem outras determinações quanto ao conteúdo. Pense-se que, apesar do disposto no artigo 124.º, n.ºs 3 e 4, do CVM, no regime português, a OPA obrigatória é incondicional. Mas poderia não ser assim. O *Takeover Code* britânico, ao qual nos referiremos mais tarde com maior pormenor, estabelece na *rule 9.3 (a)* que a única condição a que uma «*mandatory offer bid*» pode ser submetida é a que determina que a oferta ficará sem efeito no caso de o oferente ou qualquer pessoa que com ele atue em concertação (note-se que existe no *Takeover Code* uma definição de «*acting in concert*», nas definições iniciais do Código), não adquiram participações suficientes para lhes serem imputados 50% dos direitos de voto. Resulta, a contrario, que a oferta não será condicionável quando o oferente ou as pessoas que com ele atuam em concertação já detêm mais de 50% dos direitos de voto quando a oferta é lançada. A *rule 9.3 (b)* esclarece, aliás, que, sem consentimento do *Panel* não poderão ser realizadas aquisições que conduzam à necessidade de requerer uma «*mandatory offer*», quando essa oferta esteja dependente de uma deliberação que autorize a sua realização ou de quaisquer outros consentimentos ou acordos.

<sup>216</sup> A obrigação considera-se cumprida se tiver havido uma oferta, ainda que não se registem aceitações pelos destinatários não existindo ainda assim uma obrigação de meios para conduzir ao maior número de adesões possível: o seu efeito é o de o oferente ficar em sujeição quanto à aquisição de valores pelos destinatários que respondam positivamente no âmbito da oferta.

<sup>217</sup> Neste sentido, já no âmbito do Cód.MVM, JOSÉ MIGUEL JÚDICE / MARIA LUÍSA ANTAS / ANTÓNIO ARTUR FERREIRA / JORGE BRITO PEREIRA, *Ofertas Públicas de Aquisição — legislação comentada*, Semanário Económico, 1992, p. 39, em anotação ao artigo 528.º do Cód.MVM.

ao oferente, os valores mobiliários visados não são apenas as ações, mas todos os valores mobiliários<sup>218</sup> que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição<sup>219</sup>. A propósito, note-se que o n.º 5 do artigo 187.º do CVM determina que é irrelevante para a imputação a inibição dos direitos de voto prevista no artigo 192.º<sup>220</sup>. Neste sentido, pode afirmar-se que a OPA é geral, nos termos do disposto no artigo 173.º do CVM, por ser dirigida a todos os titulares da sociedade visada, vigorando o princípio da generalidade da oferta, como lhe chama Paulo Câmara<sup>221</sup> — *all holders rule*. A universalidade da oferta vem consagrada no artigo 112.º do CVM, determinando que esta deve ser lançada sobre todos os valores mobiliários, nos termos já referidos — *equal opportunity rule*<sup>222</sup>. Hoje existe uma censura às ofertas parciais<sup>223</sup>, pois ficaria prejudicada a saída dos sócios *outsiders*<sup>224/225</sup>, tendo a proibição sido introduzida no Cód.MVM pela revisão realizada pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, que

---

<sup>218</sup> Sobre o conceito de valores mobiliários, vide JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, «O novíssimo conceito de valor mobiliário», in IVM, DVM, vol. VI, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, 139-162.

<sup>219</sup> Com PAULO CÂMARA, consideramos estarem abrangidos aqui os *warrants* autónomos emitidos pela própria sociedade visada, conferindo o direito de aquisição de ações representativas do capital social, as obrigações convertíveis em ações e as obrigações com *warrant*. Vide, do autor, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2011, p. 623 e ss. e em «O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários», in IVM, DVM, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pp. 221 e ss. [203-284]. Visto que o segundo estudo foi integrado, com algumas modificações, no referido Manual, a partir de agora, iremos apenas citar o último, por ser o mais recente. Os *warrants* autónomos são «valores mobiliários representativos de direitos potestativos de subscrição, aquisição ou alienação de um determinado activo subjacente, exercitáveis mediante liquidação física e/ou financeira», JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2009, pp. 102 e 103 (realçados no original). Sobre *warrants*, vide também CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Direito dos Valores Mobiliários: Conceitos e Espécies*, 2.ª edição, Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1998, pp. 200 e ss.

<sup>220</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa obrigatória e imputação dos direitos de voto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, pp. 261 e 262, questionando a razão de apenas serem previstos pelo legislador os efeitos da inibição prevista no artigo 192.º, acaba por concluir que é a sua ligação ao controlo que justifica a previsão no âmbito do artigo 187.º, n.º 5 «e que permite concluir que a suspensão dos direitos de voto inerentes às acções detidas por certo participante não fará incorrer outro accionista no dever de lançar a OPA». Destacando que esta inibição do direito de voto não se confunde com a inibição de participação na reunião da assembleia geral, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Direito dos Valores Mobiliários: Conceitos...* cit., p. 90.

<sup>221</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 626.

<sup>222</sup> PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...* cit., p. 283, nota 439. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 629. Esta é a razão pela qual PAULO CÂMARA (na p. 627, nota 1696) propõe antes a divisão universal/parcial e não geral/parcial. Consideramos ser a divisão terminologicamente mais correta e, por essa razão, a ela iremos aderir, a partir daqui.

<sup>223</sup> Através da instituição do princípio da universalidade da oferta a censura passou a valer tanto para a OPA obrigatória como para a OPA voluntária, como determina o artigo 173.º do CVM. Diferente é a solução do *Takeover Code*. Sobre o assunto no *Takeover Code*, vide MANUEL SEQUEIRA, «OPA Obrigatória — Impacto ... cit., p. 69, nota 36 [61-150].

<sup>224</sup> THOMAS PAPADOPOULOS, «The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies», in *LFMR*, vol. 1, n.º 6, 2007, p. 527 [525-533], disponível em [www.ssrn.com/abstract=1088894](http://www.ssrn.com/abstract=1088894), pronuncia-se negativamente sobre o facto de a Diretiva prever OPAs parciais.

<sup>225</sup> Neste sentido, JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit., p. 182.

estabeleceu simultaneamente a obrigatoriedade de lançamento de uma oferta universal através do artigo 528.º.

## 2.1. Fontes: o *Takeover Code* de 1968 e a XIII Directiva (2004/25/CE), relativa às OPAs

VIII. Ao instituir a obrigação de lançamento de OPA universal, o legislador, baseou-se no sistema consagrado no Reino Unido, com diversas adaptações. Desde logo, podemos constatar, quanto ao regime do Reino Unido, a «*flexibilidade do seu particular sistema de auto-regulação voluntária*»<sup>226</sup>. Prova disso, é o disposto no § 3 (a) da introdução *City Code on Takeovers and Mergers*<sup>227</sup> (a partir de agora, apenas *Takeover Code*), que estabelece, quanto às regras relativas à sua interpretação, o primado do elemento teleológico sobre o elemento literal, cabendo a sua interpretação no caso concreto ao *Takeover Panel (Panel)*, entidade independente, constituída para administrar a aplicação do *Takeover Code*, e supervisionar e regular aquisições e outras matérias ao abrigo do *Takeover Code*.

O *Takeover Code*, tendo consagrado a regra da «*Mandatory Bid Rule*» (OPA obrigatória) em 1972, correspondia a um código de boa conduta<sup>228</sup>, sem força legal<sup>229</sup>, também chamado de regulação «corporativa». Ao *Takeover Code* foi dada força legal devido à Directiva 2004/25/CE<sup>230</sup>, transposta para o ordenamento jurídico inglês através do

---

<sup>226</sup> JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit., p. 105.

<sup>227</sup> Com redação conferida pela *eleventh edition*, de 20 de Maio de 2013, disponível em [www.thetakeoverpanel.org.uk](http://www.thetakeoverpanel.org.uk).

<sup>228</sup> O ponto 2 (b) da introdução dá uma explicação acerca do funcionamento do *Takeover Code* ao referir que «[t]he Code is based upon a number of General Principles, which are essentially statements of standards of commercial behaviour (...). In addition to the General Principles, the Code contains a series of rules. Although most of the rules are expressed in less general terms than the General Principles, they are not framed in technical language and, like the General Principles, are to be interpreted to achieve their underlying purpose. Therefore, their spirit must be observed as well as their letter».

<sup>229</sup> No entanto, como notava RAÚL VENTURA, «Ofertas Públicas de Aquisição... cit. p. 128, apesar da importância do *Takeover Code*, não se pode esquecer que, também no Reino Unido, vigoravam algumas regras legais aplicáveis às OPAs.

<sup>230</sup> A Directiva 2004/25/CE, publicada em JO n.º L 142, de 30.4.2004, p. 12 e ss., e alterada pelo Regulamento (CE) n.º 219/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Março de 2009 e pela Directiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, tendo sido transposta pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro. Para estudar o atribulado processo de negociação da mesma, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu...* cit., pp. 493-515, KLAUS J. HOPT, «A harmonização do regime das ofertas públicas de aquisição (OPAs) na Europa» (tradução de REBECCA BAKER), in *DVM*, vol. V, Coimbra, Almedina, 2004, pp. 215-232 [215-239] e ainda JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit.. Para um comentário à Directiva atendendo ao tema da OPA obrigatória, vide Luigi Russi / Marco Dell'Antonia, *Takeover Bids: The Implementation of EC Directive n.º 2004/25 by the Italian Government (Offerte Pubbliche Di Acquisto: L'Attuazione Della Direttiva 2004/25/CE da Parte Del Legislatore Delegato)*, Dircomm.it, Vol. 7, n.º 1, 2008, pp. 5 e ss., disponível em [www.ssrn.com/abstract=1093279](http://www.ssrn.com/abstract=1093279).

*Companies Act* de 2006, embora ainda hoje a sua natureza jurídica seja controversa. Ao *Panel* foram dados poderes por forma a proceder à supervisão e fiscalização do cumprimento do *Takeover Code*, assim como, por outro lado, poderes de regulamentar as suas regras gerais<sup>231</sup>. A *mandatory bid rule* é estabelecida na *rule 9.*, que determina que quando uma pessoa adquirir valores mobiliários que lhe confirmem, em conjunto com os valores mobiliários das pessoas que com ela atuem em concertação (*acting in concert*), pelo menos 30% dos direitos de voto de uma sociedade, mas não exceda os 50%, essa pessoa deverá estender a oferta a todas as classes de valores mobiliários (confirmem ou não direitos de voto).

IX. O Reino Unido foi assim o primeiro país a instituir o sistema da OPA obrigatória<sup>232</sup>, em 1968. No entanto, por toda a Europa, perante países cujo ordenamento jurídico deixava as sociedades à mercê dos *raiders*<sup>233</sup>, enquanto outros admitiam esquemas defensivos de todo o tipo<sup>234</sup>, surgiu a necessidade de proteger as sociedades de forma uniforme. Os Estados-Membros iniciaram assim, em 1974, a elaboração de propostas para uma Diretiva relativa às OPAs. Dado a complexidade do tema e as diversas perspetivas dos

---

O relatório da FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER LLP, denominado *Reform of the EU Takeover Directive and of German Takeover Law — Survey Report*, e coordenado por CHRISTOPH H. SEIBT, KLAUS J HOPT, que foi apresentado em Novembro de 2011 (disponível em [www.betterregulation.com](http://www.betterregulation.com)), é o resultado de um convite realizado pelos coordenadores a 375 pessoas de nacionalidade alemã para dar a sua opinião quanto ao regime da Diretiva 2004/25/CE e do *WpÜG*, pertencentes a diferentes sectores do mercado, como empresários, CEOs de bancos de investimento e de investidores institucionais, advogados e académicos. Neste relatório surgiram respostas muito interessantes. Entre elas, destaca-se (na p. 4) que 55% dos inquiridos considera ser necessário uma maior harmonização do regime da Diretiva (e 90% rejeitando os instrumentos de *soft law* para o efeito). De facto, como iremos verificar ao longo do nosso estudo, a Diretiva é minimalista na harmonização, o que deriva, justamente de toda a negociação complexa até à sua efetiva aprovação.

<sup>231</sup> BLANAID J. CLARKE, *Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass*, CLPE research paper n.º 18/2007, 2007, p. 6, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1002675](http://www.ssrn.com/abstract=1002675), afirmando ainda que «[i]nterestingly, the London Panel indicated that in giving its rulings, it continues to have the ability to interpret the Takeover Code flexibly to take account of the particular circumstances of the case and that the Executive remains able to respond to such enquiries speedily».

<sup>232</sup> No *Takeover Code*, a *rule 5.1* estabelece a proibição de aquisição de ações que lhe confirmem direitos de voto, quando (i) em conjunto com a participação que ele já detém, atribuam ao sócio uma participação com mais do 30% dos direitos de voto, ou (ii) no caso de ele já deter uma participação que lhe atribui mais de 30% dos direitos de voto mas menos do que 50% desses direitos. As exceções a estas proibições encontram-se reguladas nos casos previstos nessa *rule 5.* — quando estas são adquiridas a um acionista apenas, ele é condicionada a uma iminente oferta recomendada ou é subsequente à recomendação, após as condições terem sido verificadas —, entre as quais se destacam as realizadas através da *mandatory offer*, prevista na *rule 9.* É o *Takeover Panel* que revê e altera o *Takeover Code* (diferente do que acontece em Portugal). PETER BURBIDGE, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, p. 578 [571-604].

<sup>233</sup> *Raiders* são pessoas singulares ou coletivas que tentam adquirir uma empresa através do lançamento de OPAs hostis. No entanto, pretendendo obter lucros avultados num período de tempo curto, os *raiders* procuraram empresas subvalorizadas pelo mercado e adquirem uma participação suficiente para a obtenção do controlo, para, posteriormente, desmantelar a empresa e vender os seus ativos.

<sup>234</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu...* cit., p. 527.

Estados-Membros, o surgimento da Diretiva 2004/25/CE<sup>235, 236</sup> (também designada XIII Diretiva comunitária de Direito das Sociedades) demorou cerca de 30 anos<sup>237</sup>. A Diretiva foi claramente influenciada pelo *Takeover Code*, em especial pela *rule 9*. (que estabelece a OPA obrigatória, como vimos), os *General Principles* e as limitações aos poderes da sociedade visada<sup>238</sup>.

## 2.2. Razão da constituição da obrigatoriedade de lançamento de uma OPA

X. Uma primeira explicação para a constituição da obrigação de lançamento tem sido a necessidade de proteger os sócios *outsiders*. Essa proteção seria realizada de duas formas distintas: (i) dando-lhes oportunidade para exercer um direito de saída<sup>239</sup> ou de exoneração<sup>240</sup>

---

<sup>235</sup> Veja-se o Relatório sobre *Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, da Comissão Europeia COM 347 final, 2012, p. 13, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), para uma ideia do impacto das disposições da Diretiva nas sociedades de estrutura concentrada ou dispersa. Enquanto, nas sociedades de estrutura concentrada, a Comissão Europeia concluiu que as regras da OPA obrigatória, *sell-out* e *breakthrough* são as mais protetoras dos acionistas, nas sociedades de estrutura dispersa o estabelecimento a proteção conferida por aquelas regras é menos intensa, sendo a mais protetora a regra da *ownership transparency*.

<sup>236</sup> Para o presente estudo, o artigo mais relevante da Diretiva 2004/25/CE é o 5.º, por ser aquele que atende à proteção dos acionistas minoritários quando a sociedade seja sujeita a controlo. No entanto, não define o que se deva entender por controlo, remetendo, no artigo 5.º, n.º 1, para a escolha pelos Estados-Membros do método de cálculo e o quantitativo relevante dos direitos de voto. Estabelecendo que o *controlo* é o pressuposto fundamental subjacente ao regime, a Diretiva 2004/25/CE permite uma ampla discricionariedade quanto à concretização do *controlo* por parte dos Estados-Membros, nem sequer determinando o que se deva entender por *partes que com ele agem em concertação* (artigo 5.º, n.º 1). Destacando que a Diretiva não determina a percentagem relevante de direitos de voto a ser detidos para se considerar que o controlo foi atingido, MIKE C. BURKART/FAUSTO PANUNZI, *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, ECGI — Law working paper n.º 10/2003, 2003, p. 13, disponível em [www.ssrn.com/abstract=420940](http://www.ssrn.com/abstract=420940).

<sup>237</sup> Sobre as complicações e adversidades que foram sofrendo os vários projetos de Diretivas, até finalmente ser aprovada a quarta proposta modificada de Diretiva, de 2 de Outubro de 2002, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu...* cit., pp. 515-520 e A 13.ª *Directriz do Direito das Sociedades (ofertas públicas de aquisição)*, in ROA 64, 2004, pp. 97-111, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt), onde ainda são abordados os seus projetos. A OPA obrigatória era um dos temas mais discutidos, incluindo o aspeto da contrapartida, dificultando a adoção da Diretiva. Curiosamente, o próprio Reino Unido, que como notou JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit., p. 104, corresponde ao mercado com maior experiência de OPAs, também se recusava a adotar uma Diretiva que o obrigasse a mudar o seu sistema, dado o carácter flexível e não legal, *i.e.* «corporativo» do *Takeover Code*.

<sup>238</sup> BLANAID J. CLARKE, *Takeover Regulation...* cit., p. 4, que afirmou ainda, relativamente à adopção do sistema da OPA obrigatória pelos países da UE: «many EU Member States had only recently adopted regulations governing takeovers. Indeed, many of the provisions in these more recent pieces of national legislation reflect responses to issues being debated in the context of the Directive. For example, Germany's Takeover Act was introduced in 2002 and contained a mandatory bid rule. Prior to that time, Germany had been a staunch opponent of the inclusion of a mandatory bid rule in any Directive». Até ao famoso caso *Vodafone Airtouch / Mannesmann*, a Alemanha era contra a adoção do sistema da OPA obrigatória na Diretiva, pois confiava que as suas sociedades tinham capacidade de adotar medidas contra OPAs hostis.

<sup>239</sup> Embora a natureza do direito de saída do sócio seja controvertida. Sobre o assunto, vide III — 1.2. nota 357 *infra*.

aquando da alteração do controlo da sociedade sobre a qual detêm participações e, (ii) permitindo a divisão do prémio de controlo por todos os sócios.

Aquando da aquisição de ações, o investidor sabe que, se houver uma concentração, que resulta do normal funcionamento do mercado<sup>241</sup>, lhe é garantida a saída da sociedade. E, como notou Pedro Pais de Vasconcelos<sup>242</sup>, «[e]ste poder de exoneração só é verdadeiramente eficaz, se o sócio puder apartar-se da sociedade mediante uma contrapartida determinada com equidade, quer dizer, que corresponda ao justo valor da sua parte». O direito de exoneração funda-se no artigo 46.º, n.º 3 da Constituição da República Portuguesa, (doravante denominada de CRP), traduzindo-se numa manifestação da liberdade negativa de associação.

O exercício do direito de exoneração confere aos sócios *outsiders* a possibilidade de sair em situações de alteração do domínio da sociedade, os quais, em caso contrário, poderiam ser forçados a suportar o risco do fracasso de uma mudança de controlo. Mas será que o pequeno acionista, ao investir as suas poupanças, se preocupa com a gestão da sociedade e com as mudanças de controlo? Parece que não. Além disso, este argumento levaria a que o sistema da OPA obrigatória fosse integrado no CSC relativamente às sociedades fechadas, onde é muito mais difícil a circulação de participações sociais<sup>243</sup>. Repare-se que «[o] regime da exoneração é mais liberal nas sociedades de pessoas e mais restritivo nas de capitais»<sup>244</sup>, justificando que

---

<sup>240</sup> Neste sentido, por exemplo, PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida por Auditor Independente em OPA», in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, Braga, ano 140, n.º 3964, 2010, p. 55, em comentário ao Acórdão de 6 de Fevereiro de 2010 do Tribunal Central Administrativo do Sul, processo n.º 06029/2010, relator Coelho da Cunha, para quem, «a *raison d'être* da obrigação de lançar a OPA (...) reside, em especial, na protecção dos pequenos accionistas da sociedade visada» (realce no original). A alteração de controlo acaba por «despertar nos accionistas minoritários da sociedade visada um interesse legítimo na saída desta e na alienação das respectivas participações».

<sup>241</sup> Contra parece ser PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação de Accionistas, Exoneração e OPA Obrigatória em Sociedades Abertas», in *DSR*, Coimbra, Almedina, 2010, ano 2, vol. 3, p. 20 [11-48], ao afirmar que «[o]s investidores que adquirem acções no mercado fazem-no na pressuposição que, pelo menos no que a essas acções respeita, esse mercado continue a funcionar normalmente. Essa pressuposição é frustrada se ocorrer a concentração».

<sup>242</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação... cit., p. 21.

<sup>243</sup> Assim, MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 196. Mais acertado parece ser o argumento que funda o direito de exoneração na necessidade de impedir as situações em que, por falta de liquidez, o acionista minoritário ficasse preso à sociedade, dada a desvalorização das suas participações devido ao novo controlo formado sobre aquela. CARMEN ESTEVAN DE QUESADA, *Tomas de Control...* cit., p. 104, exemplifica com a entrada da sociedade num grupo que o mercado não considere tão atrativo quanto a sociedade na sua independência, ou no grupo anterior.

<sup>244</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação... cit., p. 15. O autor justifica a afirmação com a maior ou menor abertura do elemento pessoal da sociedade, uma vez que nas sociedades de pessoas, por haver um maior controlo por parte dos sócios sobre a entrada de novos sócios, haverá um regime menos rígido de exoneração. Deve ainda ser considerado o facto de no mercado se ter vindo a verificar que, por falta de procura, nem sempre o sócio consegue vender a sua participação social, criando depois vários conflitos burocráticos (sabemos que o direito à informação pode ser uma arma muito poderosa no que toca a estes combates) e judiciais por forma a exercer pressão sobre os *insiders* para estes lhe comprarem a sua participação, como explicou o autor (p. 16).

a OPA obrigatória se encontre apenas regulada para estas sociedades. Garantir o direito de saída<sup>245</sup> parece ser a razão mais importante<sup>246</sup>, o que deverá ser tomado em conta nas soluções que viermos a adotar.

XI. A divisão do prémio de controlo é uma manifestação do princípio de igualdade. Repare-se que, como afirma, António Menezes Cordeiro<sup>247</sup>, «o igual tratamento é um princípio cuja vigência geral nas sociedades anónimas levanta dúvidas», mas por estarmos perante sociedades abertas, o CVM veio, no seu artigo 15.º, estabelecer a igualdade entre acionistas cujas ações pertençam à mesma categoria. É, aliás, este princípio que fundamenta a adoção entre o sistema de OPA facultativa ou do sistema da OPA obrigatória. Neste último caso, existiriam potenciais efeitos negativos que iriam resultar no tratamento desigual dos acionistas externos em relação aos acionistas transmitentes do controlo. Tal deve-se a, como se sabe, as ações que asseguram a maioria de controlo terem valor superior ao das outras. «O regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição do domínio sobre uma sociedade aberta devem ser partilhados pelos acionistas *outsiders*» — Considerando n.º 12 do Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro. Esta é a razão de se tratar de uma OPA universal, cumprindo o princípio da universalidade da oferta, ou, como se denomina no ordenamento jurídico do Reino Unido, *equal opportunity rule* — os *General Principles* do *Takeover Code* iniciam-se justamente com os princípios de igualdade de tratamento dos sócios e de proteção dos *outsiders*: «[a]ll holders of the securities of an offered company of the same class must be afforded equivalent

---

<sup>245</sup> Ainda assim, como explicou PAUL DAVIES, «*The Notion of equality in European takeover regulation*», in PAYNE, JENNIFER, *Takeovers in English and German law*, Oxford, Hart Publishing, 2002, p. 6, disponível em [www.ssrn.com/abstract=305979](http://www.ssrn.com/abstract=305979), nunca um sócio minoritário está completamente protegido. Mesmo face a uma oferta pública de aquisição, ele encontra-se numa situação de indecisão, conhecida como o «dilema do prisioneiro»: Citando o Professor BEBCHUK, PAUL DAVIES explicou que poderão existir três resultados possíveis de uma oferta, do ponto de vista de um sócio minoritário: (i) a oferta é rejeitada; (ii) a oferta é aceite pela maioria dos acionistas, incluindo o sócio; ou (iii) a oferta é aceite por uma maioria dos acionistas, não incluindo esse sócio. O acionista pode preferir o primeiro resultado, mas considerar o terceiro como tão indesejável que prefere votar a favor do segundo resultado, por forma a evitá-lo.

Não obstante, o acesso ao mercado dos valores mobiliários por muitas sociedades é prejudicado pelo sistema de OPA, porquanto existe o receio dos respetivos acionistas de reduzirem a liquidez das suas participações.

<sup>246</sup> Também assim, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização», in *RDS* III, 2011, 4, p. 963 [927-984].

<sup>247</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades...* cit., vol. II, p. 619. No sentido de que é um princípio essencial de todo o Direito das Sociedades, JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA Obligatoria*, Madrid, Editorial Civitas, S.A., 1996, pp. 139 e ss., destacando que bastará partir da noção do contrato de sociedade para pressupor que a igualdade há-de ser a vontade que normalmente será desejada pelos sócios.



*treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected*». Após a aquisição de controlo, a procura das ações da sociedade visada poderá diminuir, pois deixará de ser possível influenciar a gestão da sociedade.

XII. Uma outra explicação adiantada para a consagração da OPA obrigatória é a do objetivo da proteção da transparência do mercado mobiliário, através da tutela de interesses difusos, evitando fraudes à lei e prevendo processos de aquisições parciais especulativos<sup>248</sup>. Como explica Menezes Cordeiro<sup>249</sup>, a realização de uma OPA «dá lugar — ou pode dar — a uma grande circulação de ações, de tal modo que se perde o contacto entre o comprador e os vendedores. Tornam-se, assim, inviáveis negócios simulados, negócios aparentes e negócios fiduciários, com ou sem recurso a denominadas “testas de ferro”. Também o pagamento oculto de mais-valias — “luvas”, “comissões” ou “prémios não declarados” — ficará inviabilizado».

### 3. Critérios formais da constituição da obrigação de lançamento

I. Delimitar qual o critério que abstratamente determina que um sócio detém o controlo sobre a sociedade na qual participa é uma tarefa árdua para os Estados-Membros. Em Portugal, à semelhança do que aconteceu na maioria dos países, incluindo o Reino Unido, foi escolhido o critério da detenção de uma percentagem dos direitos de voto<sup>250</sup> (com referência ao capital social da sociedade), sendo irrelevante a natureza do facto constitutivo da obrigação de lançamento<sup>251</sup>. Note-se que este regime constitui uma exceção ao princípio da liberdade contratual do artigo 61.º da CRP<sup>252</sup> — e não pode, por isso, segundo os constitucionalistas, ser interpretado restritivamente, por forma a abranger apenas as aquisições a título gratuito.

---

<sup>248</sup> A que PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação... cit., p. 20, denomina de proteção *objectiva*, por contraposição à defesa do acionista investidor, a que chama de *subjativa*.

<sup>249</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Ofertas Públicas de Aquisição... cit., p. 279.

<sup>250</sup> A escolha do critério deve-se a, cada vez mais, ter surgido mecanismos de dissociação entre *ownership* e *control*. É a escolha deste critério que motiva alguns autores a destacar uma função «disciplinadora» das OPAs. Assim, JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *Mercado de control...* cit., p. 50, que classifica essa dissociação como «*el principal problema del Derecho de sociedades de nuestro tiempo*». Um bom exemplo destas técnicas é a emissão de ações preferenciais sem voto, já referido.

<sup>251</sup> Isto é, se se trata de uma aquisição *inter-vivos* ou *mortis causa*, gratuita ou onerosa. Sobre a aquisição *mortis causa*, vide MANUEL REQUICHA, «O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão *mortis causa*», in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (coord.), *RDS*, n.º 1, ano VI, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 9-58.

<sup>252</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, «Suspensão do dever... cit., p. 25.

II. O artigo 5.º, n.º 3, da Diretiva 2004/25/CE, estabeleceu que as percentagens são determinadas pela «regulamentação do Estado-membro em que se situa a sua [da sociedade] sede social»<sup>253</sup>, evitando demarcar qual a percentagem dos direitos de voto em que se adquire o controlo<sup>254</sup>. No âmbito do anterior Código, a obrigação de obrigatoriedade de uma OPA integral só existia quando o oferente tivesse adquirido mais do que 50% dos direitos de voto, nos termos da conjugação entre a alínea *b)* do artigo 527.º com o artigo 528.º do Cód.MVM<sup>255</sup>. As soluções adotadas nos Estados-Membros foram, de certa forma semelhantes. Desde logo, no Reino Unido foi estabelecida na *rule 9*, a percentagem de 30 % dos direitos de voto<sup>256</sup>. Em Espanha, as ofertas públicas de aquisição foram reguladas no *Real Decreto* 1066/2007, de 27 de Julho<sup>257</sup> (*Real Decreto* 1066/2007), que estabeleceu o limiar de 30% (artigos 3.º e 4.º, n.º 1, alínea *a)*) para a OPA obrigatória. O *Real Decreto* 1066/2007 constitui uma regulamentação da Ley 6/2007, de 12 de Abril<sup>258</sup>, pela qual foi transposta a disciplina da Diretiva para o *Ley de Mercado de Valores* de 1988<sup>259</sup>. Na Alemanha, as OPAs encontram-se reguladas no *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*<sup>260</sup>, onde nas

---

<sup>253</sup> MENEZES CORDEIRO, *Direito Europeu...* cit., p. 504.

<sup>254</sup> Na verdade, a própria noção de controlo é muito difícil de determinar. Dever-se-á, por exemplo, ter em conta a situação em que um sócio tem o poder de impor à administração a adoção de condutas ou bastará, para este efeito, o poder de veto, garantindo apenas que a administração não desempenha determinadas ações? Por outro lado, com a quantidade de *CEM*'s disponíveis aos acionistas, muitas vezes encontramos-nos perante situações de controlo facilmente camufláveis.

<sup>255</sup> Repare-se que neste momento já estamos a limitar a nossa análise à OPA subsequente que se encontrava regulada no Cód.MVM, não nos interessando, para este efeito, a OPA prévia.

<sup>256</sup> Esta percentagem vigora desde 1976, sendo que antes a percentagem estabelecida era de 40%, como notou JOÃO CALVÃO DA SILVA, «OPA convencional obrigatória», in *Estudos Jurídicos* [Pareceres], Coimbra, Almedina, 2001, p. 96 [83-104].

<sup>257</sup> Disponível em [www.boe.es](http://www.boe.es), tendo sido consultada a redação conferida pelo *Real Decreto-Ley* 4/2014, de 07.03.2014 e pela Ley 17/2014, de 30.09.2014.

<sup>258</sup> A Ley 6/2007, de 12 de Abril (BOE, de 13 de abril de 2007), encontra-se disponível em [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

<sup>259</sup> Esta encontra-se disponível em [www.boe.es](http://www.boe.es), tendo sido consultada a versão resultante da modificação operada a 28.04.2015, pela Ley 5/2015, de 27.04.2013 (BOE-A-2015-4607). Sobre o regime resultante de transposição da Diretiva no ordenamento jurídico espanhol, vide JOSÉ MARÍA MUÑOZ PAREDES, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, pp. 527-549.

<sup>260</sup> Publicado em 20.12.2001 (BGBl. I S. 3822), com entrada em vigor em 01.01.2002, tendo sido consultada a versão traduzida para a língua inglesa disponível em [www.bafin.de](http://www.bafin.de), com as alterações introduzidas pela Gesetzes vom 7. August 2013 (BGBl. I S. 3154). O *WpÜG*, que na Alemanha tem uma vocação regulatória geral, teve a sua origem no seguimento da famosa OPA hostil da Vodafone AirTouch plc sobre a Mannesman AG, que teve lugar entre 1999 e 2001 e veio demonstrar a insuficiência do anterior *Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen* de 14.07.1995, que assumia natureza voluntária, na medida em que só tinha aplicação às sociedades que a voluntariamente se submetessem. Neste sentido, GUDULA DEIPENBROCK, *The Takeover Directive and German Takeover Law - Some Fundamentals from a Market and Sustainable Development Perspective*, University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2013-06, 2013, p. 7, disponível em [www.ssrn.com/abstract=2228649](http://www.ssrn.com/abstract=2228649), HARALD BAUM, *Takeover Law...* cit., p. 4, e JULIA CLOIDT-STOTZ, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, p. 264 [264-322]. Ainda assim, a

definições do § 29 (2) se prevê a ultrapassagem do limiar de 30% dos direitos de voto como conferindo controlo, sendo a aquisição deste que desencadeia a obrigação de lançamento da OPA obrigatória nos termos do § 35 do *WpÜG*. Este diploma foi posteriormente regulamentado pelo *WpÜG-Angebotsverordnung* (regulamento da *WpÜG*), no que respeita aos documentos da oferta, à contrapartida e a derrogações à OPA obrigatória<sup>261,262</sup>. O regime de OPA obrigatória em Itália (denominada de «*offerta pubblica di acquisto totalitária*»)   também fundado em critérios formais: a ultrapassagem dos 30% dos direitos de voto de uma sociedade, nos termos do disposto no artigo 106, *comma* 1 do *Testo Unico della Finanza (TUF)*<sup>263</sup>.

III. Hoje, no artigo 187.é, n.  1 do CVM, o legislador escolheu um limiar ligeiramente mais alto do que a generalidade dos outros Estados-Membros<sup>264</sup> para a constituição da OPA obrigatória<sup>265</sup>: um terço<sup>266</sup> dos direitos de voto. Este critério estabelece apenas uma *presunção*

---

transposição da Diretiva 2004/25/CE são entrou em vigor a 14.06.2006. Recorde-se que a Alemanha foi uma das grandespositoras   Diretiva 2004/25/CE, por considerar que o seu regime de grupo de sociedades, previsto no *Konzernrecht*, protegia devidamente os acionistas *outsiders* das suas sociedades, não sendo necessário a constituição do regime da OPA obrigatória. A OPA Vodafone AirTouch-Mannesman veio demonstrar as insuficiências daquele regime e moldou a regulação alemã das OPAs desde então. Sobre o caso, veja-se [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

<sup>261</sup> Publicado em 27.12.2001 (BGBl. I S. 4263), tendo sido consultada a versão traduzida para a língua inglesa disponível em [www.bafin.de](http://www.bafin.de), com as alterações introduzidas pela *Gesetzes vom 6. Dezember 2011* (BGBl. I S. 2481). Este foi constituído ao abrigo do § 31 VII do *Wp G*, the que atribui ao Ministro das Finanças Federal o poder de através de regulamento e sem consentimento do Parlamento, emitir regras sobre a adequação da contrapartida.

<sup>262</sup> Sobre regime resultante de transposição da Directiva 2004/25/CE, JULIA CLOIDT-STOTZ, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids...* cit., pp. 264-322.

<sup>263</sup> *Decreto legislativo de 24 febbraio 1998*, n. 58 (GU n.71 de 26.03.1998 - *Suppl. Ordinario* n. 52), versão em vigor a 20.05.2015, disponível em [www.normattiva.it](http://www.normattiva.it), incluindo já alterações realizadas pelo Decreto-Legge de 24.06. 2014, n. 91 (G.U. 24/06/2014, n.144), nomeadamente, no regime da OPA obrigatória. O TUF foi posteriormente regulamentado pelo *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998*, n. 58, *concernente la disciplina degli emittenti*, na redacção conferida pelo *decreto legislativo* n. 19094, de 08.01.2015 (*Regolamento emittenti*). Especial atenção deve ser prestada aos artigos 44-bis a 50-quinquies, relativos à *offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*. As alterações introduzidas no TUF pela transposição da Directiva 2004/25/CE entraram em vigor a 28.12.2007.

<sup>264</sup> Como foi destacado no Relatório sobre *Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, da Comissão Europeia COM 347 final, 2012, p. 5, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), a maioria dos Estados-Membros adotou o critério de 30% ou de um terço dos direitos de voto, não obstante a liberdade conferida pela Diretiva. Para uma tabela com todos os limites previstos nos Estados-Membros, vide o estudo encomendado   MARCCUS PARTNERS pela Comissão Europeia quanto   aplicação da Diretiva 2004/25/EC das OPAs, denominado «*The takeover bids directive assessment report*», 2010, p. 291, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

<sup>265</sup> Diferente da solução do legislador britânico do *Takeover Code*, que escolheu o limiar dos 30%, na *rule* 9.1 (a) do *Takeover Code*, tal como fez o legislador italiano no artigo 106, *comma* 1 do *Testo Unico della Finanza (TUF)*, a título exemplar. Para ver as diversas experiências dos Estados-Membros, consulte-se o *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, de 2007, em especial o anexo 2, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

*ilidível*, não constituindo sequer um limite aplicável a todas as sociedades; veja-se que o n.º 4 do artigo 187.º do CVM «acaba por implicar que o regime das ofertas públicas de aquisição, embora valendo para a aquisição de posições relevantes em sociedades abertas, não é uniforme para todas estas»<sup>267</sup>. Como apenas as sociedades com ações negociadas em mercado regulamentado não podem suprimir o limite de um terço, só para estas estaremos perante um critério que não é supletivo. Ainda assim, o legislador não se ficou pelo estabelecimento de uma presunção ilidível. Determinou outro critério — através de uma *presunção*, agora *inilidível* — para o apuramento do controlo por um sócio de uma sociedade: trata-se da metade dos direitos de voto. Quando um sócio ultrapassar metade dos direitos de voto (não basta ter 50% destes), verá constituído na sua esfera jurídica a obrigação de lançamento de uma OPA<sup>268</sup>.

#### **4. Critérios materiais atenuadores — as exceções à obrigação de lançamento — breve referência**

I. Atente-se que o método de estabelecimento de critérios formais, rígidos, para o apuramento da situação de controlo por parte de um acionista é insuficiente para prosseguir adequadamente os resultados visados pela instituição da OPA obrigatória. Rapidamente se compreendeu que a realidade gera situações em que, não obstante a verificação dos requisitos

---

<sup>266</sup> A detenção de um terço dos votos «proporciona ao oferente a minoria de bloqueio em decisões que devem ser tomadas, em AG, por uma maioria de dois terços dos votos inerentes aos títulos representativos, resultando da sua aquisição o controlo de facto de uma sociedade», afirmou JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit., p. 70, nota 154. Mas VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, em «Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição», in JOSÉ LEBRE FREITAS / RUI PINTO DUARTE / ASSUNÇÃO CRISTAS / VÍTOR PEREIRA NEVES / MARTA TAVARES DE ALMEIDA, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. I, Coimbra, Almedina, 2011, p. 739 [711-754], explicou que este poder de bloqueio não pode ser considerado influência dominante, pois «em qualquer sociedade anónima existem matérias em relação às quais aquela fasquia deliberativa não pode ser aligeirada, em protecção dos accionistas minoritários».

<sup>267</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 637.

<sup>268</sup> Questão já colocada pela doutrina é a de saber se a relação entre estes dois limites é cumulativa ou alternativa. Atendendo à *ratio* subjacente ao artigo 187.º, n.º 1, do CVM, que pretende a legitimação em caso de aquisição do controlo (e não do seu reforço), dever-se-á entender os requisitos como alternativos. Ou seja, ultrapassado o limiar de um terço, não fazendo a prova negativa do controlo nos termos do artigo 187.º, n.º 2, e lançando uma OPA, uma vez ultrapassado o limite da metade dos direitos de voto, o obrigado não terá de lançar nova OPA, por já deter o controlo. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa...* cit., pp. 277 e 278, excepcionando dois tipos de casos: (i) aqueles em que o acionista tenha, no intervalo de tempo que decorre entre a ultrapassagem do primeiro limite e o segundo, perdido o controlo e, com a ultrapassagem do segundo limiar (o dos 50% dos direitos de voto), o tenha recuperado; e (ii) os casos em que, após ter ultrapassado o terço dos direitos de voto, o obrigado perca o controlo, diminuindo a percentagem dos direitos de voto que disponha abaixo daquele limiar para, posteriormente, os recuperar.

formais, não se verifica concomitantemente o controlo, conduzindo a situações injustas, que prejudicam o funcionamento do mercado.

II. Desde logo, é a própria Diretiva 2004/25/CE, que permite que as autoridades de supervisão dos Estados-Membros introduzam derrogações às regras daquela, por forma a tomar em consideração as circunstâncias a nível local, no proémio do seu n.º 5 e i) do artigo 4.º (respeitando, naturalmente, os princípios gerais do artigo 3.º, n.º 1, da Diretiva). Tendo o legislador identificado algumas situações em que existia a desadequação entre a constituição da obrigação de lançar a OPA universal e a situação da realidade subjacente, adotou um modelo tripartido de exceções à obrigação de lançamento de OPA, ou seja, casos em que, mesmo ultrapassadas as percentagens de direitos de voto previamente referidas, o sócio não fica constituído na obrigação de lançamento de uma oferta. Trata-se de situações de derrogação da obrigação, suspensão desta ou de inexigibilidade. Este modelo tripartido de exceções encontra contraposição ao modelo dualista do Cód.MVM, que apenas permitia situações de dispensa<sup>269</sup> e derrogação<sup>270</sup>. Apesar de prever apenas duas modalidades, o Cód.MVM, previa dezasseis «válvulas de escape»<sup>271</sup> à obrigação de lançamento, enquanto hoje, as exceções ao dever são em menor número, como veremos.

III. Já no artigo 4.º, n.º 5, ii), a Diretiva 2004/25/CE permite a solução de as próprias autoridades de supervisão (no caso português, a CMVM) terem o poder de não aplicar as regras nacionais. Assim, chamamos a atenção para a figura da dispensa, outrora prevista no artigo 529.º do Cód.MVM<sup>272</sup> (e aliás, já no artigo 313.º, n.º 4 do CSC)<sup>273</sup>, que consistia na autorização necessária da CMVM para que o obrigado fosse dispensado de lançar uma OPA

---

<sup>269</sup> Sobre estes casos, JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória...* cit., pp. 316 e ss.

<sup>270</sup> No artigo 528.º-A do Cód.MVM, havia muitas derrogações (automáticas, operando mediante uma mera comunicação à CMVM) do dever do lançamento de OPA e, no artigo 529.º, dispensas de OPA por parte da CMVM (completamente eliminadas pelo novo diploma normativo). No entanto note-se que segundo o Relatório Anual da CMVM, de 1999, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), «durante o ano de 1999, foram apresentados 15 pedidos de dispensa do lançamento de OPA, dos quais dois foram objecto de indeferimento e outros dois não prosseguiram por desistência dos interessados. Em todas as ofertas o conselho de administração da sociedade visada, depois de ouvido previamente nos termos do disposto no n.º 4 do artigo 529.º do Cód.MVM, nada teve a opor à dispensa de lançamento de OPA». Para uma análise sumária, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Ofertas Públicas de Aquisição... cit., pp. 281-286.

<sup>271</sup> Expressão de PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 658.

<sup>272</sup> Este foi alterado pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, tendo algumas das causas de dispensa passado a tratar-se de verdadeiras derrogações legais, como por exemplo, a aquisição por força de herança ou legado.

<sup>273</sup> Este permitia a dispensa nos casos em que (i) a compra ou troca não tivesse efeitos especulativos e o número de ações a adquirir não justificasse a oferta, ou (ii) quando não fosse relevante o aumento da influência do acionista.

nas situações em que, embora existisse essa obrigação, o oferente considerasse ser desnecessário o seu cumprimento ou que haver outros interesses mais imperiosos a ser seguidos. A decisão de autorização de dispensa era tomada discricionariamente. Chamámos a atenção para a figura da dispensa neste momento porque o novo CVM já não prevê esta modalidade de exceção. Agora, os poderes da CMVM são «vinculados», tratando-se de «*poderes meramente declarativos*»<sup>274</sup>.

Como verificámos, definindo que o *controlo* assume o protagonismo no que toca à constituição da obrigação de lançamento, a Diretiva deixa algum espaço de discricionariedade para a concretização do conceito e para a definição das situações em que este existindo, não será exigível o lançamento da oferta<sup>275,276</sup>.

#### **4.1. Derrogações à obrigação de lançamento**

IV. As derrogações<sup>277</sup> têm lugar perante situações em que, apesar do facto constitutivo já se ter verificado, razões de outra índole, mais imperiosas, levam a que o Código considere que não se justifica o lançamento da oferta da obrigação constituída nos termos do artigo do CVM. Trata-se de verdadeiras derrogações legais, *i.e.* de situações objetivas de isenção, constituindo, desta forma, um mecanismo diferente do antigo artigo 529.º do Cód.MVM, em que poderíamos estar na presença de casos já referidos de dispensa de OPA pela CMVM, na qual esta gozava de poderes discricionários. Uma vez verificada uma das situações de derrogação<sup>278</sup>, que estudaremos de seguida, deve o obrigado requerer imediatamente à

---

<sup>274</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, «Suspensão do dever... cit., p. 20.

<sup>275</sup> JULIANO FERREIRA, «Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição», in *DSR*, Coimbra, Almedina, ano 3, vol. 6, 2011, p. 213 [189-224].

<sup>276</sup> O conceito de *controlo* integrou o objeto do nosso estudo *supra* I — 3.2. e 3.3. e noutro local, pelo que nos abtemos de comentários adicionais. Vide MANUEL SEQUEIRA, «OPA Obrigatória — Impacto ... cit., pp. 89-93 [61-150].

<sup>277</sup> Sobre este assunto, vide o estudo de JULIANO FERREIRA, «Excepções ao Dever... cit., pp. 189-224, inclusivamente com referências ao direito estrangeiro.

<sup>278</sup> No Cód.MVM estas apenas surgiram com o Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, estabelecendo o artigo 528.º-A (vide o Regulamento da CMVM n.º 95/8 de 23 Novembro) muitas derrogações (automáticas, operando mediante uma mera comunicação à CMVM) à obrigação de lançamento de OPA. De entre elas, destaque-se a aquisição de valores mobiliários por herança ou legado (alínea *a*)); a aquisição de valores mobiliários no exercício de direitos de preferência estipulados para a respetiva transmissão no contrato de sociedade e a favor de todos os acionistas; a aquisição por uma sociedade de valores detidos por outra sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo ou que seja dominada por uma terceira sociedade que domine igualmente a sociedade adquirente (alínea *e*)); e operações de fusão ou cisão de sociedades, como consequência necessária dos termos em que as mesmas foram aprovadas pelos acionistas, desde que no projeto de fusão ou

CMVM que declare, no prazo de cinco dias<sup>279</sup>, a derrogação da obrigação de lançamento da OPA (n.º 2 do artigo 189.º do CVM). Apesar de a aplicação das derrogações não depender a avaliação da CMVM, cremos que esta solução se impõe por meras razões de segurança e de publicidade.

#### *4.1.1. OPA totalitária voluntária realizada por sociedade dominada ou com relações de grupo com o obrigado*

V. Esta derrogação à obrigação de lançamento de uma oferta encontra-se regulada na alínea *a*) do n.º 1 do artigo 189.º do CVM, pois quando a constituição da obrigação tenha tido por fonte uma oferta voluntária já realizada pelo obrigado que respeite os requisitos exigidos pelo Código para a oferta obrigatória (especial cuidado exige-se, por exemplo, nestes casos, para o regime da contrapartida), não existe necessidade de proteger os investidores duas vezes.

O objetivo é favorecer as ofertas voluntárias, encontrando-se esta situação já prevista também na Diretiva 2004/25/CE, relativa às ofertas públicas de aquisição, que por sua vez se inspirou no *Takeover Code*, onde consta da *rule* 9.1. Repare-se que os acionistas *outsiders* não ficarão desprotegidos neste caso, porquanto ultrapassada a percentagem de 90% dos direitos de voto e verificados os demais requisitos do artigo 196.º do CVM, estes poderão exercer o direito de alienação potestativa.

---

cisão submetido às assembleias gerais das sociedades tenha sido devidamente explicado que daquela operação poderá resultar, para um ou mais acionistas devidamente identificados, a ultrapassagem dos limiares dos artigos 527.º e 528.º do Cód.MVM, que determinavam o lançamento (alínea *h*)).

<sup>279</sup> O Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, estabeleceu que o regime relativo às OPAs haveria de entrar em vigor 45 dias após a sua publicação, com antecipação à entrada em vigor das restantes disposições. Surgiu então o Regulamento intercalar da CMVM n.º 25/99, o qual estabeleceu, no n.º 1 do artigo 9.º, que a comunicação à CMVM dos factos relevantes para efeitos da derrogação deveria ter lugar no prazo de 5 dias, quando relativos às alíneas *b*) e *c*) do n.º 1 do artigo 187.º do CVM. Por outro lado, a declaração da CMVM deveria explicitar a informação descrita no n.º 3 do artigo 9.º do Regulamento n.º 25/99, a identificação do requerente da derrogação, uma breve descrição da situação de facto que justifica a derrogação e a quantidade dos valores mobiliários e direitos de voto que cabem ao requerente. O anúncio divulgador dos resultados de uma OPA lançada nos termos da alínea *a*) do n.º 1 do artigo 189.º deveria conter também estas informações. Posteriormente, foi elaborado pela CMVM um Regulamento relativo a todas as ofertas e emitentes, onde foi integrado o conteúdo do Regulamento intercalar da CMVM n.º 25/99. O novo Regulamento era o n.º 10/2000, encontrando-se a mesma regulação agora no artigo 43.º. Foi então que, atendendo às alterações ao CVM em virtude da integração no ordenamento jurídico de várias Diretivas comunitárias (destacamos a Diretiva dos prospectos, Diretiva 2003/71/CE do Parlamento e Europeu e do Conselho, de 4 de Novembro de 2003), transposição realizada pelo Decreto-Lei n.º 52/2006, de 15 de Março, surgiu o Regulamento da CMVM n.º 3/2006, também ele relativo às Ofertas e Emitentes, que vem incluir a mesma disciplina enunciada, com a mesma redação dos anteriores regulamentos, agora no artigo 16.º.

#### 4.1.2. *Recuperação de uma empresa por plano de saneamento ou medida de resolução*

VI. Ainda antes de 26 de Março de 2015, não existia obrigação de lançamento de oferta quando a ultrapassagem dos limiares das percentagens do direito de voto se desse no âmbito de um plano de insolvência realizado no processo de insolvência, que tivesse por objetivo a recuperação da sociedade<sup>280</sup>. Prevista na alínea *b*) do artigo 189.º do CMV e no artigo 205.º do Código de Insolvência e Recuperação de Empresas (CIRE)<sup>281</sup>, esta derrogação tem em atenção que a obrigação de lançamento de OPA iria tornar demasiado pesada a aquisição de participação relevante, o que iria desmotivar o interessado em recuperar a empresa, por força das regras da contrapartida mínima do artigo 188.º do CVM. O legislador preferiu o sacrifício dos sócios *outsiders* à insolvência de uma sociedade que os credores consideraram como economicamente viável. Mesmo assim, estes já estariam numa situação frágil aquando do processo de insolvência, porquanto da liquidação não costuma resultar uma distribuição muito satisfatória para os credores subordinados.

VII. Com a introdução das alterações pela Lei 23.º-A/2015, de 26 de Março, a nova alínea *b*) do artigo 189.º do CVM passou a ter nova redação. Exclui a obrigação de lançamento quando a ultrapassagem dos limiares das percentagens do direito de voto do artigo 187.º do CVM advenha «da execução de plano de saneamento financeiro no âmbito de uma das modalidades de recuperação ou saneamento previstas na lei, incluindo da aplicação de medidas de resolução e do exercício de poderes de resolução ou de redução ou de conversão de instrumentos de fundos próprios a instituições de crédito ou sociedades financeiras nos termos da lei». Esta alteração legislativa visa integrar a lição tirada a propósito da crise

---

<sup>280</sup> Já presente no Cód.MVM, esta exceção apresentava-se inicialmente sob forma de dispensa, prevista no artigo 529.º, n.º 1, alínea *f*), numa época em que, no entanto, a figura do plano de insolvência ainda não existia em Portugal (o plano de insolvência só surgiu em Portugal em 2004, com o CIRE) e, por essa razão, a derrogação era prevista apenas para os casos em que a ultrapassagem do limite derivasse «de uma operação destinada a prevenir a falência da sociedade e a promover a sua recuperação económica e financeira». Após a revisão do Cód.MVM, pelo Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro, esta passou a ser prevista na alínea *d*) do n.º 1 do artigo 529.º do Cód.MVM.

<sup>281</sup> Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 53/2004, de 18 de Março, na redação Conferida pelo Decreto-Lei no 26/2015, de 6 de Fevereiro.



financeira de 2007/2008, com verificação a primeira experiência nacional na aplicação de medidas de resolução (pelo Banco de Portugal ao Banco Espírito Santo, S.A.)<sup>282</sup>.

#### 4.1.3. *Fusão de sociedades*

VIII. A *ratio* subjacente a esta derrogação deriva de, aos olhos do legislador, os interesses a proteger com a OPA obrigatória já se encontrarem acautelados no regime da fusão<sup>283</sup>, pela necessidade de aprovação da operação pelos órgãos sociais da sociedade em que aqueles investiram. Repare-se que a operação de fusão consiste numa modificação profunda da estrutura de uma ou mais sociedades e, desta forma, o legislador consagrou um regime próprio, protetor dos sócios que nela participam.

O processo de fusão implica uma «junção patrimonial mas também uma junção do substrato pessoal das sociedades envolvidas»<sup>284</sup>, sendo que as novas relações de poder que daí possam advir são sempre aprovadas em assembleia geral de cada uma das sociedades envolvidas e, por essa razão, serão previamente conhecidas e aceites de modo expreso pelos acionistas das sociedades participantes. Veja-se que, por um lado, que no artigo 98.º do CSC se impõe a obrigação de fazer constar no projeto de fusão todos os documentos necessários e convenientes para o conhecimento da operação de fusão e, por outro lado, este deve ainda ser fiscalizado nos termos do artigo 99.º do CSC. Do exposto resulta que a «obrigatoriedade de OPA não [é] afastável ou derogável por operação de fusão das sociedades em causa — a

---

<sup>282</sup> Considerando n.º 123 da Diretiva 2014/59/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Maio de 2014, que estabelece um enquadramento para a recuperação e a resolução de instituições de crédito e de empresas de investimento e que altera a Diretiva 82/891/CEE do Conselho, e as Diretivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/CE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e os Regulamentos (UE) n.º 1093/2010 e (UE) n.º 648/2012 do Parlamento Europeu e do Conselho: «O objetivo da regra da oferta pública obrigatória é a proteção dos acionistas minoritários em caso de mudança do controlo da sociedade. No entanto, a perspectiva de uma obrigação com um custo tão elevado poderá desencorajar eventuais investidores na instituição afetada, dificultando assim a utilização de todos os poderes de resolução por parte das autoridades de resolução. Deverão ser previstas derrogações adequadas à regra da oferta pública obrigatória, na medida do necessário para permitir a utilização dos poderes de resolução, embora após o período de resolução a regra da oferta pública obrigatória deva ser aplicada aos acionistas que assumam o controlo da instituição afetada», cujo artigo 119.º determina que o artigo 4.º, n.º 5, da Diretiva 2004/25/CE, é aditado o seguinte parágrafo: «[o]s Estados-Membros asseguram que o artigo 5.º, n.º 1, da presente diretiva não se aplique em caso de recurso aos instrumentos, poderes e mecanismos de resolução previstos no título IV da Diretiva 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho».

<sup>283</sup> Para compreensão da posição do sócio aquando da fusão, vide DIOGO COSTA GONÇALVES, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 117-295.

<sup>284</sup> JULIANO FERREIRA, «Excepções ao Dever... cit., p. 205.

sociedade participante e a sociedade participada — a realizar posteriormente à ocorrência do facto constitutivo do dever de lançamento de OPA»<sup>285</sup>.

IX. Inicialmente prevista no Cód.MVM, no artigo 529.º, n.º 1, alínea c), como um dos casos suscetíveis de dispensa, esta seria mais tarde convertida em derrogação, prevista no artigo 528.º-A, n.º 1 alínea h) do mesmo diploma, em virtude da alteração realizada pelo já citado Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 de Outubro. Hoje, o artigo 189.º, n.º 1, alínea c) do CVM, estabelece que deve constar expressamente da deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários<sup>286</sup> (em relação à qual a oferta seria dirigida), que, da operação de fusão, resultaria a obrigação de lançamento de OPA. Juliano Ferreira<sup>287</sup> considera, no entanto que tal menção deve constar das deliberações sociais da assembleia geral de todas as sociedades participantes, com base na argumentação de que (i) a assembleia geral da nova sociedade resultante da fusão não poderá pronunciar-se por uma situação que a precede e, por outro lado, (ii) tomando em consideração «as situações em que o acionista que obterá, por via da fusão, o controlo da nova sociedade seja detentor de ações representativas do capital social de todas as sociedades participantes, pronunciando-se, por meio do exercício dos seus direitos de voto em assembleia geral, não apenas na sociedade onde os efeitos do surgimento do controlo se irão produzir, mas em todas»<sup>288</sup>.

---

<sup>285</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, «Fusão de Sociedades, acordo de voto e obrigatoriedade de OPA», in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Coimbra, Almedina, 2001, p. 48.

<sup>286</sup> JOÃO CALVÃO DA SILVA, «Fusão de Sociedades... cit., pp. 49 e ss. e 57 e ss., chama a atenção para o facto de que «a teleologia e o sentido e fim da norma impõem que nela se abranja igualmente a ultrapassagem (de 1/3 ou de 1/2 dos direitos de voto) resultante da fusão de sociedades e acordo de voto contemporâneo ou concomitante, se da deliberação social contar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA». Segundo JOÃO CALVÃO DA SILVA, tal deve-se ao facto de o acordo parassocial integrar os documentos que constam do projeto do fusão do artigo 98.º, a submeter à deliberação dos sócios em assembleia geral (na qual devem estar presentes, pelo menos, acionistas que detenham ações correspondentes, no mínimo, a um terço do capital social, de acordo com o artigo 383.º, n.º 3 do CSC), que só pode aprovar por maioria qualificada de dois terços, nos termos do artigo 386.º, n.º 3 do CSC. Não se justifica, no entender de JOÃO CALVÃO DA SILVA, também neste caso, a OPA obrigatória, porquanto, havendo prejuízo dos sócios, a deliberação de fusão só pode ser executada depois de obtido o consentimento dos sócios prejudicados, nos termos do artigo 103.º, n.º 2 do CSC. Note-se que sem o consentimento destes sócios, a deliberação que aprova a fusão ser-lhes-á ineficaz, de acordo com o disposto no artigo 55.º do CSC.

<sup>287</sup> JULIANO FERREIRA, «Exceções ao Dever... cit., pp. 207 e 208.

<sup>288</sup> JULIANO FERREIRA, «Exceções ao Dever... cit., p. 208, considera existir um conflito de interesses entre o sócio que adquirirá a maioria e cada uma das sociedades em que o mesmo detenha uma participação social (não podendo pronunciar-se em cada uma delas, devido ao princípio geral do impedimento de voto quando exista conflito de interesses, disposto no artigo 251.º do CSC quanto à sociedade por quotas e com base na *ratio* subjacente ao artigo 384.º, n.º 6 que, no entanto, não prevê expressamente esta situação), como explicou nas pp. 209 e 210.

#### 4.2. Suspensão da obrigação de lançamento

X. Ainda poderão existir situações em que, apesar de o facto constitutivo se ter verificado, o controlo que o sócio detém sobre a sociedade assume um carácter transitório, temporalmente curto e, por essa razão, a lei permite a suspensão da obrigação de lançamento da oferta, nos termos do disposto do artigo 190.º do CVM<sup>289</sup>. Trata-se de uma derrogação, embora transitória e condicional, por a sua eficácia estar apenas dependente de comunicação escrita imediata à CMVM, com a concomitante assunção da obrigação de lhe pôr termo nos 120 dias subsequentes (deduzimos que a contar da comunicação). Estamos, desta forma, perante uma situação em que o sócio adquire o domínio sobre a sociedade, mas este é um «domínio fortuito»<sup>290</sup>. A comunicação escrita deve ter lugar imediatamente após a ocorrência do facto constitutivo<sup>291</sup>. Denota-se que esta suspensão tem efeito imediato e automático<sup>292</sup>. Por essa razão, não se exige que a CMVM autorize a suspensão<sup>293</sup>, ou faça qualquer tipo de avaliação<sup>294</sup>, sendo bastante a comunicação.

---

<sup>289</sup> Também o *Takeover Code* prevê na nota 4 às dispensations from rule 9. que «[i]f, due to an inadvertent mistake, a person incurs in an obligation to make an offer under this Rule, the Panel will not normally require an offer if sufficient interests in shares are disposed of within a limited period to persons unconnected with him, so that the percentage of shares carrying voting rights in which the person, together with persons acting in concert with him, is interested is reduced to below 30% in a manner satisfactory to the Panel». Na rule 9.7, é estabelecido que o *Takeover Panel* deve pois ser consultado quanto aos valores a ser alienados, e aplicará uma inibição ao exercício dos direitos de voto inerentes aos valores mobiliários a ser vendidos durante o processo de venda.

<sup>290</sup> Expressão de PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 667.

<sup>291</sup> O Regulamento intercalar da CMVM n.º 25/99 determinava no artigo 10.º que o beneficiário da suspensão deveria publicar de imediato um comunicado contendo certas informações: a identificação do interessado na suspensão, uma breve descrição da situação de facto que justificava a suspensão e a quantidade de valores mobiliários e direitos de voto que lhe coubessem, a par da indicação expressa dos direitos de voto inibidos. A disciplina do Regulamento n.º 10/2000 da CMVM, e do Regulamento intercalar da CMVM n.º 25/99 foi integrada no Regulamento da CMVM n.º 3/2006, também ele relativo às ofertas e emitentes, que veio incluir a mesma disciplina enunciada, com a mesma redação dos anteriores regulamentos, agora no artigo 16.º.

<sup>292</sup> Lembre-se que o Regulamento n.º 3/2006 da CMVM que, no artigo 17.º, à semelhança do revogado artigo 44.º do Regulamento n.º 10/2000 da CMVM, prevê que a comunicação pelo beneficiário da suspensão inclua (i) a sua identificação, (ii) uma breve descrição do facto que justifica a suspensão e (iii) a informação da quantidade de valores mobiliários por ele detido, diretamente e indiretamente (ou seja, por imputação do artigo 20.º do CVM).

<sup>293</sup> Também esta exceção ao dever se encontra prevista no *Takeover Code*, na rule 9.7, prevendo-se, inclusivamente, a inibição dos direitos de voto, à semelhança do que o CVM veio a prever no artigo 190.º e 192.º.

<sup>294</sup> No entanto, não tem sido este o entendimento da CMVM. Como pode ler-se no comunicado publicado pela Imobiliária Construtora Grão-Pará de 26.11.2001 (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), «o Conselho Directivo desta entidade [CMVM] deliberou, em reunião realizada no passado dia 22/11/2001, aprovar a suspensão do dever de lançamento de oferta pública de aquisição (OPA) relativamente às acções representativas do capital social da Interhotel-Sociedade Internacional de Hotéis, S.A.». Tenha-se em atenção que à Imobiliária Construtora Grão-Pará eram direta e indiretamente imputáveis um total de 57,60% dos direitos de voto daquela sociedade.

XI. Pergunta-se então como pode o obrigado pôr termo à situação. O n.º 2 do artigo 190.º do CVM prevê que o interessado possa alienar valores mobiliários suficientes para que a percentagem dos direitos de voto que lhe seja imputada corresponda a um valor abaixo dos limiares relevantes para efeitos do artigo 187.º, n.º 1 da lei mobiliária. A alienação não pode ser realizada a sujeitos que com ele não tenham nenhuma das relações previstas no n.º 1 do artigo 20.º do CVM, para efeitos da suspensão — tal não irá, naturalmente, prejudicar a validade da venda, mas não levará a uma imputação diversa dos direitos de voto. Numa primeira leitura, pareceria ser necessário uma atuação do obrigado para pôr termo à situação, mas se pensarmos nos casos em que o prazo de uma opção de compra termina e esta caduca pelo seu não exercício, ou mesmo o terminar de vigência de um acordo parassocial, compreendemos que bastará o decurso do tempo e a não atuação (o exercício da opção no primeiro caso ou a renegociação do acordo, no segundo caso) do obrigado para pôr termo ao controlo conjuntural. A atuação pode, por exemplo, ser realizada por um dos sujeitos cujos direitos de voto sejam imputados ao obrigado, por força do artigo 20.º, por exemplo, por entes que com ele mantenha relações de domínio ou grupo.

A lei determina, como contrapartida do efeito imediato e automático da suspensão, a inibição dos direitos de voto de acordo com o disposto nos n.ºs 1, 3 e 4 do artigo 192.º do CVM (n.º 3 do artigo 190.º)<sup>295</sup>. De acordo com Paulo Câmara<sup>296</sup>, o artigo 190.º deve ser lido com cuidado, de forma a impedir a suspensão em cascata, ou seja, que após uma alienação realizada nos termos do artigo 190.º do CVM, o novo titular faça, também ele, uso da faculdade prevista neste preceito, por um lado, nem por força da boa-fé se permitir o exercício abusivo desta faculdade<sup>297</sup>, por outro.

#### **4.3. Substituição no cumprimento da obrigação de lançamento**

---

<sup>295</sup> Trata-se de um regime diferente do previsto no Reino Unido. Dispõe a *rule 9.7* do *Takeover Code* que, quando o *Panel* concorde com a disposição das ações em alternativa ao cumprimento da obrigação de lançamento da OPA, este deverá ser consultado quanto à quantidade a ser vendida e quanto à «aplicação» de restrições aos direitos de voto, durante a pendência da oferta, que sejam inerentes às ações que sejam objeto de interesse da pessoa, ou pessoas que com ele atuem em concertação.

<sup>296</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., pp. 667 e ss.

<sup>297</sup> Também assim, JOÃO CALVÃO DA SILVA, «Suspensão do dever... cit., p. 26.

XII. Esta derrogação não era prevista na versão inicial do Cód.MVM e nem sequer era aceite<sup>298</sup>. Passou a ser contemplada depois da revisão do Decreto-Lei n.º 261/95, de 3 Outubro, no artigo 528.º, n.º 5, daquele Código, mediante a reunião de dois requisitos: o terceiro que cumprisse «*tinha de integrar o universo das pessoas cujos valores mobiliários eram contados como do oferente*», nos termos do artigo 530.º, n.º 1, do Cód.MVM e as condições da oferta tinham de ser, no mínimo, as mesmas que seriam as da oferta do obrigado.

O atual artigo 191.º, n.º 2, do CVM determina que «*a pessoa obrigada pode fazer-se substituir por outra no cumprimento do seu dever*» de lançamento da OPA, não especificando se estes sujeitos substitutos deverão ou não integrar aqueles que com o obrigado estabelecem relações do artigo 20.º do CVM<sup>299</sup>. Paulo Câmara<sup>300</sup> entende que tem de existir uma declaração de substituição para a OPA lançada ter efeito extintivo quanto à obrigação de lançamento do adquirente anterior, tal como acontece na sub-rogação voluntária do devedor, prevista no artigo 590.º do CC. A questão da substituição do cumprimento é importantíssima para os grupos de sociedades<sup>301</sup>, porque pode uma sociedade dependente ou dominada ser obrigada a lançar OPA em virtude do exercício de influência dominante ou de uma instrução<sup>302</sup> dada por uma outra sociedade, a qual irá adquirir o domínio sobre a sociedade visada pela OPA.

---

<sup>298</sup> Destacando este aspeto, JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória...* cit., p. 369.

<sup>299</sup> No caso da OPA da *Tagus Holdings S.à r.l.* sobre a *Brisa — Auto-estradas de Portugal, S.A.* temos um excelente exemplo de uma substituição no cumprimento do dever. Segundo o disposto na p. 7 do Prospeto da Oferta, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), o oferente atuou em substituição dos obrigados (*AEIF Apollo S.à r.l.*, a *José de Mello Investimentos SGPS, S.A.*, a *José de Mello International S.à r.l.*), que no conjunto, por força de um acordo acionista entre eles celebrado (no qual também o substituto é parte), detêm 53,80% dos direitos de voto na sociedade visada, nos termos da alínea c) do n.º 1 do artigo 20.º do CVM. Aliás, a *Tagus Holdings S.à r.l.* não detinha, diretamente, à data do Prospeto, nenhuma ação representativa do capital social da *Brisa — Auto-estradas de Portugal*.

<sup>300</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 677.

<sup>301</sup> Recorde-se que os grupos de sociedades são «a nova forma de organização da empresa moderna». JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «Os poderes nos grupos de sociedades — O papel dos accionistas e dos administradores na formação e na direcção da empresa de grupo», *Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2002, p. 155 [153-165], onde ilustrou a representação económica mundial dos grupos de sociedades, que exploram «as vantagens resultantes da acomodação entre a manutenção da individualidade jurídico-formal e a dissolução da autonomia económico-material das sociedades comerciais componentes», muitas vezes, com prejuízo para os acionistas de *outsiders*.

<sup>302</sup> Entre outros limites, legais, estatutários e orgânicos, parece que a sobrevivência económica da sociedade subordinada constitui uma espécie de limite imanente ao poder de direcção da sociedade diretora e, por conseguinte, também um limite ao direito que a esta assiste de dar instruções prejudiciais àquela sociedade. “O «interesse do grupo» é tratado sobretudo sob a perspetiva do limite que impõe ao direito de os administradores da sociedade diretora darem instruções vinculantes aos administradores das sociedades subordinadas (art. 503.º/2) mas é visto também como critério positivo de atuação dos mesmos: funciona, na realidade, por um lado, como «limite imanente» ao poder de direcção e à obrigação de cumprimento das instruções emitidas pelos

#### 4.4. Inexigibilidade da obrigação de lançamento

XIII. Existem certas situações em que, apesar da verificação do facto constitutivo, o estabelecimento da obrigação de lançamento da OPA não conduz à proteção dos interesses que se têm em vista quando se instituiu a obrigação de lançamento da OPA totalitária, que acima já referimos. A inexigibilidade do lançamento decorre do n.º 2 do artigo 187.º do CVM<sup>303</sup>, que determina que «*não é exigível o lançamento da oferta quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo*»<sup>304</sup>. Verifica-se que, na ausência de uma relação de domínio e de grupo, a sociedade visada mantém a sua autonomia jurídico-societária. Neste sentido, se por um lado, a sociedade não se encontra integrada em nenhuma unidade económica, não sendo alvo de uma gestão unitária e coordenada com outros elementos de um grupo e, por outro lado, for sendo dominada, a sociedade pode, através dos seus órgãos, formular a sua vontade juridicamente relevante de

---

membros do órgão de administração da sociedade-mãe, e, por outro lado, como modelo de orientação e de avaliação da conduta dos administradores do grupo (e, porventura, de cada uma das sociedades que o compõem)» — ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Grupos de Sociedades...* cit., p. 224, nota 720.

<sup>303</sup> Formalmente, esta situação que se estudará, assemelha-se a uma dispensa, já que a sua eficácia depende do reconhecimento pela CMVM. MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 220. Porém, do ponto de vista material, trata-se de uma situação diferente, porquanto não nos encontramos no exercício de poderes discricionários: com vista a determinar quando existe o controlo por um sócio de uma sociedade, o legislador precaveu-se contra situações em que, verificados os pressupostos para o lançamento da OPA, não existe o controlo subjacente que pressupunha o lançamento. Assim, estabeleceu que, não havendo relações de domínio nem de grupo entre o obrigado e a sociedade visada, o lançamento da OPA fica, nas palavras de VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, «*suspenso*» até à verificação da condição que verdadeiramente deve dar origem à obrigação — o controlo.

<sup>304</sup> Existem ordenamentos jurídicos que já não preveem esta modalidade de exceção ao lançamento. Itália, com a aprovação do *Testo Unico della Finanza* abandonou-a. Notando este aspecto, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., pp. 653 e 654. Isso mesmo dá conta RAFFAELE LENER, «Le offerte obbligatorie», in MARIO STELLA RICHTER JR. (coord.), *Le Offerte pubbliche di acquisto*, Torino, G. Giappichelli editore, 2011, p. 170 [165-176], ao afirmar que «[v]a peraltro precisato che, proprio perché l'acquisizione del controllo non è un elemento costitutivo della fattispecie, il soggetto che abbia superato la soglia rilevante non potrà provare, al di fuori dei casi espressamente contemplati dalla legge, che la partecipazione in tal modo acquisita non consent l'esercizio del controllo». No *Takeover Code*, a dispensa da obrigação de lançamento num caso semelhante ao em estudo, tem lugar quando os acionistas que detenham, pelo menos, 50% dos direitos de voto declarem por escrito que não aceitarão a oferta no caso de esta ser lançada pelo sujeito obrigado — trata-se da possibilidade de fazer a prova negativa do domínio, prevista na alínea (a) da nota 5 às *dispensations from rule 9*. Esta dispensa será apreciada pelo *Panel*.

forma autónoma. Foi preciso manter um equilíbrio entre a proteção dos investidores e a eficiência dos mercados<sup>305</sup>.

XIV. Do artigo 187.º, n.º 2 do CVM, resulta que é o interessado em garantir a inexigibilidade da sua obrigação que tem o ónus de provar que não estabelece com a sociedade visada nenhuma das referidas relações (*ubi commoda, ibi incommoda*), mas também, *a contrario*, que em qualquer caso, quando a participação de uma pessoa ultrapasse os 50% dos direitos de voto, será sempre exigível o lançamento de uma OPA totalitária e universal<sup>306</sup>.

A prova de domínio por outrem não afasta a existência de uma relação de grupo entre a sociedade visada e o obrigado: pense-se, por exemplo, no caso em que parte da participação do outro acionista que detém mais de 50% do capital social da sociedade visada seja constituída por ações preferenciais sem voto. Tal prova negativa do domínio faz-se antes mediante a demonstração de que existe outro acionista a quem poderia ser imputada uma maior percentagem de direitos de voto *efetivamente exercitáveis*. Mesmo assim, apesar de já restrito o âmbito das presunções, as soluções que se têm trilhado não se compadecem com a natureza das presunções estabelecidas pelo legislador mobiliário. Este caminho passa ainda por desvalorizar a sua natureza de presunção inilidível, considerando que «*caso ocorram* [situações em que existe imputação de direitos de voto inerentes aos valores mobiliários da sociedade dominada, cujo exercício não se encontra dependente da influência efetiva da sociedade dominante] *e descaracterizem a reacção de domínio ao ponto de a dominante não ter o controlo sobre o exercício dos direitos de voto por parte da sociedade dependente, não*

---

<sup>305</sup> Outras razões justificam a inexigibilidade do lançamento de uma oferta totalitária, nomeadamente a desnecessidade de proteção de sócios minoritários. Veja-se que, não sendo a questão do controlo da sociedade alterada, não existe fundamento para distribuição do prémio de controlo, nem para garantia do direito de exoneração. Caso a sociedade ainda não fosse controlada por nenhum sócio (inexistência de controlo prévio), não havendo constituição do controlo por um acionista, não se verificará uma diminuição do valor das participações de nenhuns sócios, e, desta forma, não estaremos perante nenhum fenómeno de «aprisionamento» daqueles. Logo, o exercício do «direito de exoneração» do sócio já não pode ter como efeito a existência de uma obrigação de lançamento de uma OPA, restando, desta forma, o *exercício normal* da exoneração — através da venda das participações sociais, típico de qualquer sociedade anónima. Por outro lado, caso já existisse o controlo, não se apurando qualquer alteração neste regime, também não estão reunidos os requisitos para o exercício excecional do «direito de exoneração» do sócio, pois existe uma manutenção do *status quo*.

<sup>306</sup> Daqui se retira que a disposição de metade dos direitos de voto resulta numa *presunção inilidível* da aquisição do controlo, porque o legislador considerou que este facto «*não deixa livre, no tecido societário restante, espaço suficiente para que outro participante supere* [o obrigado], *em poder de voto, e consequentemente, em influência na sociedade*». HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa...* cit., p. 276. Este facto encontra-se em coerência com a já referida alínea a) do n.º 2 do artigo 21.º, que estabelece também este critério como presunção inilidível do exercício da uma influência dominante e, por isso, de uma relação de domínio, que pode, inclusivamente ter sido determinante para a ultrapassagem das referidas fasquias relevantes dos direitos de voto.

*deve considerar-se para efeitos de opa obrigatória, que a relação de domínio continua a existir e se mantém incólume»*<sup>307</sup>. Quanto a este aspeto, não podia, na nossa opinião, ser mais certa a solução proposta por Vítor Pereira das Neves<sup>308</sup>, que vem classificar em dois grupos os potenciais argumentos que o participante pode deduzir para suspender a exigibilidade do lançamento, nos termos do n.º 2 do artigo 187.º: (i) apelar à estrutura acionista para — no exemplo extremo — demonstrar que outro participante domina mais de 50% dos direitos de voto; e (ii) invocar a «*baixa intensidade da sua conexão com parte dos direitos de voto que lhe são imputados, para efeitos de afirmação de inexistência de posição de domínio sobre a sociedade participada*», ou seja, na formulação que adotámos, que não exerce o *controlo efetivo (de facto)* sobre os votos, não exercendo o domínio sobre a sociedade. As alíneas do n.º 3 do artigo 21.º do CVM são apenas relativas ao «*progressivo reforço quantitativo da posição anteriormente detida*». Conseguindo provar, no âmbito do artigo 187.º, n.º 2 do CVM, uma «*absoluta neutralidade*»<sup>309</sup> no *status socii* do sócio minoritário resultante dos factos originários da imputação ao abrigo do n.º 1, revelando que não existe «*qualquer incidência, mesmo que abstracta, sobre a gestão da controlada e, consequentemente, sobre os seus sócios*»<sup>310</sup>, poderá o obrigado, desde logo, evitar a exigibilidade da obrigação de lançamento. Provavelmente, a comprovação de que não domina os órgãos da sociedade — e por essa razão, que a sociedade consegue determinar a sua vontade juridicamente relevante com autonomia em relação ao obrigado —, será suficiente para fazer essa prova<sup>311</sup>.

---

<sup>307</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa...* cit., p. 426.

<sup>308</sup> VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, «Delimitação dos votos... cit., pp. 719 e ss..

<sup>309</sup> Expressão de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em «OPA obrigatória... cit., pp. 644-646, em que afirmou que «só a prova de uma absoluta neutralidade da modificação ao nível da imputação de uma participação do controlo justificaria a exclusão da obrigatoriedade de lançamento (...», significando «a ausência de agravamento do risco abstrato dessa modificação para a posição dos acionistas minoritários, rectius ausência de alteração do perfil de risco do respetivo investimento» (realçados no original). No caso a que nos referimos é justamente a «absoluta neutralidade da modificação ao nível da imputação» que cumpre à sociedade participante provar, demonstrando que, não obstante a reunião dos critérios que determinam a constituição da obrigação de lançamento, o controlo efetivo pertence a uma outra sociedade do grupo que com ela se encontra obrigada.

<sup>310</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em «OPA obrigatória... cit., p. 646.

<sup>311</sup> Outra questão que sobressai é a de se saber qual o prazo para a prova da inexistência das referidas relações. Não havendo qualquer indicação legal, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., pp. 657 e 658. propõe, em coerência com a imediação da publicação do anúncio preliminar, decorrente no artigo 191.º, n.º 1, do CVM, que a prova negativa do domínio tenha lugar imediatamente após a constituição da obrigação de lançamento de OPA, solução com a qual concordamos. A apreciação da prova é feita pela CMVM, entidade supervisora do mercado. Deve pois apurar-se se, para efeitos de constituição de OPA, o conceito de relação de domínio é um conceito suscetível «de apenas uma interpretação possível» ou se, por outro lado, se integra no segundo conjunto, de «verdadeiros conceitos indeterminados». Este aspeto é importante, já se adivinha, para aferir a sua sindicância judicial.



A ausência do requisito do controlo parece determinar a irrelevância jurídica da situação para efeitos da *constituição* da obrigação de lançamento da OPA. Repare-se que, triunfando o obrigado ao lançamento na prova de inexistência daquela, ficará adstrito nos termos do artigo 187.º, n.º 3, a duas vinculações: nos termos da alínea *a*), a «*comunicar à CMVM qualquer alteração da percentagem dos direitos de voto de que resulte um aumento superior a 1% em relação à situação anteriormente comunicada*», aquando da prova à CMVM e, de acordo com a alínea *b*) do mesmo preceito, a lançar uma oferta pública de aquisição, quando o obrigado adquira uma posição que lhe permita «exercer influência dominante sobre a sociedade visada»<sup>312</sup>.

## 5. Incumprimento da obrigação de lançamento da OPA

XV. Sem prejuízo da responsabilidade civil que poderá ter lugar, no caso de o obrigado não lançar uma OPA universal quando verificados os requisitos para seu lançamento, a par da sua «condição»<sup>313</sup> de exigibilidade, irá incorrer em incumprimento<sup>314</sup>, determinando a lei a inibição de direitos de voto e do direito ao dividendo das ações. Antes de mais, cumpre delimitar o âmbito objetivo do n.º 1 do artigo 192.º do CVM. Serão assim sujeitos às inibições previstas neste preceito os valores mobiliários correspondentes às ações que, por um lado, excedam o limite a partir do qual o lançamento seria devido, nos termos da sua alínea *a*) e, por outro, nos termos da alínea *b*) tenham sido adquiridas por exercício e direitos inerentes às

---

<sup>312</sup> Repare-se que se traduzem em vinculações com algumas diferenças entre si. A primeira vinculação, que assume a natureza de dever, tem por objetivo tutelar a transparência, por forma a evitar a verificação do domínio sem que, concomitantemente se torne exigível o lançamento da OPA. A segunda vinculação constitui uma obrigação que previamente se encontrava estabelecida. A lei veio apenas conferir ao controlo a natureza de «condição» de exigibilidade. Esta obrigação e este dever mantêm-se enquanto o participante continuar a ter uma participação a que correspondam direitos de voto de que a ordem jurídica presuma conferirem domínio — enquanto ele estiver acima do limiar de um terço dos direitos de voto. Questão interessante que se poderá colocar é a de quem poderá exigir o cumprimento das obrigações. Tomemos em consideração, desde logo, a obrigação de comunicação a que o obrigado ficou sujeito. Desde logo, a lei não estabeleceu qualquer prazo de comunicação da alteração na detenção dos direitos de voto. Tratando-se de um dever de comunicação, parece aceitável obedecer ao regime geral da ultrapassagem das fasquias de direitos de voto legalmente estabelecidas para efeitos de comunicação de participações qualificadas, nos termos do artigo 16.º, n.º 1, do CVM, que tem um prazo de quatro dias de negociação após o dia da ocorrência do facto ou do seu conhecimento. Atendendo à segunda obrigação, parece que agora o ónus da prova passará para o lado de quem afirmar detenha o exercício de uma influência dominante sem que, no entanto, tenha lançado a OPA.

<sup>313</sup> Condição que, repare-se, não constitui uma «condição» tal como regulada no CC e configurada pela doutrina, uma vez que não foi acordada pelas partes, mas estabelecida pela lei.

<sup>314</sup> Sobre este aspeto, atender a ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «OPAs obrigatórias... cit., pp. 980 e ss. e a CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, Estudos do IVM, 2013, disponível em [www.institutovaloresmobiliarios.pt](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt), pp. 14 e ss.

ações que tenham excedido o limite a partir do qual o lançamento seria devido ou a outros valores mobiliários que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição<sup>315</sup>.

XVI. Apenas ficam inibidos os direitos das ações diretamente tituladas pela pessoa que incumpru a obrigação de lançamento da OPA e aquelas cuja titularidade corresponde às pessoas que com o inadimplente mantêm relações integradas no artigo 20.º, n.º 1 do CVM (âmbito subjetivo, delimitado no n.º 3 do artigo 192.º)<sup>316</sup>. Como a inibição apenas integra as ações que excedam o limite a partir do qual o lançamento seria devido, é compreensível que fiquem inibidos, preferencialmente os valores mobiliários do incumpridor e, só no caso de estes não serem suficientes, aqueles de que são titulares as pessoas no n.º 1 do artigo 20.º<sup>317</sup>, nos termos previstos no artigo 193.º, n.º 2. Esta inibição vigora por um período de cinco anos, podendo cessar de duas formas.

A cessação total da inibição ocorrerá, de acordo com a alínea *a*) do n.º 2 do artigo 191.º do CVM, com a publicação de um anúncio preliminar de uma oferta pública de aquisição cuja contrapartida «não seja inferior à que seria exigida se o dever tivesse sido cumprido atempadamente». A cessação parcial terá lugar, relativamente a cada ação inibida, à medida que estas vão sendo alienadas a pessoas que não tenham com ao alienante nenhuma relação prevista no artigo 20.º — concluímos, desta forma, que se trata de inibições não ambulatorias, que visam incidir sobre o obrigado e não sobre o valor mobiliário. Da inibição dos direitos de voto poderão resultar consequências jurídicas nas deliberações da sociedade visada, *maxime* a invalidade destas. Porém, aprovação de uma deliberação com votos inibidos não invalida, por si só, a deliberação, estabelecendo o n.º 4 do artigo 191.º o critério da *prova de resistência*. A anulação da deliberação terá de ser judicialmente realizada, por isso a inibição é imediata,

---

<sup>315</sup> Para um exemplo de uma decisão pela CMVM de inibição de direitos de voto, *vide* o Comunicado de 09.11.2005 (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)) onde determinou a obrigatoriedade de divulgação imediata de anúncio preliminar de lançamento de oferta pública de aquisição (OPA) obrigatória sobre a totalidade das ações representativas do capital social da FISIPE – Fibras Sintéticas de Portugal, SA pelos acionistas (à data, recentes) da Nefor, SGPS, SA, João Rodrigo Guedes de Castro Pereira, a João Manuel Caminha Dotti e José Miguel Duarte Martins Contreiras, tendo estes adquirido, por essa via, uma percentagem de 86,04% do capital social da FISIPE – Fibras Sintéticas de Portugal, SA. e aplicou a sanção de inibição dos direitos de voto destes na sociedade visada que excedessem um terço, com efeitos retroativos desde o incumprimento.

<sup>316</sup> Como vemos, é mais uma delimitação subjetiva realizada pelo artigo 20.º, por nós já destacada na parte II, 2.1., *iii*).

<sup>317</sup> Repare-se que esta regra demonstra que o artigo 20.º foi cuidadosamente redigido pelo legislador segundo a lógica da maior proximidade e que, segundo o critério por aquele estabelecido, as relações de domínio e de grupo surgem logo em segundo lugar, ou seja, na já nossa conhecida alínea *b*). Cumpre determinar por quanto tempo ficarão os titulares das ações inibidos dos seus direitos.

mas não automática<sup>318</sup>. Já quanto à inibição do direito ao lucro, determina o n.º 5 do artigo 191.º do CVM que serão revertidos para a sociedade os dividendos inibidos.

XVII. No caso de domínio emergente de concentração oculta de acionistas com violação de lançamento de OPA, como podem os sócios prejudicados atuar? O entendimento que se tenha acerca deste assunto encontra-se intimamente relacionado com aquele que se tenha acerca da natureza jurídica da obrigação de lançamento de uma OPA universal. A doutrina que defenda que se trata de um dever jurídico *stricto sensu* não poderá, em coerência com a sua posição, considerar ser possível a exigência coativa do cumprimento, por parte dos acionistas livres, porquanto para esta conceção estaremos perante uma situação jurídica passiva absoluta<sup>319</sup>. Assim, para estes, aos interessados apenas se disponibiliza um mecanismo para defesa dos seus interesses: requerer a atuação da CMVM<sup>320</sup>.

Pedro Pais de Vasconcelos<sup>321</sup>, optando por aquele entendimento que considera que a obrigação de lançamento é uma situação jurídica passiva relativa que tem como situação jurídica ativa correspondente a faculdade de exoneração, integrante do direito social, considera que existem dois níveis de reação. Por um lado, a atuação da CMVM a requerimento dos interessados, já referida. Por outro lado, a ação popular, por impulso de investidores não institucionais, associações de defesa dos investidores e fundações que tenham por objeto a proteção dos investidores (artigo 31.º do CVM).

Sendo que a omissão do lançamento da oferta universal constitui uma contraordenação muito grave<sup>322</sup>, nos termos do artigo 393.º, n.º 2, h), do CVM, prejudicando o normal

---

<sup>318</sup> Para comparar com o regime anterior, vide JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória...* cit., p. 373, defendendo que a inibição era, à época, automática, cabendo, num primeiro momento à entidade com competência para verificar o funcionamento desta inibição (Presidente da Mesa da assembleia geral e a própria assembleia geral), sendo que, neste caso, a sentença judicial teria natureza meramente declarativa.

<sup>319</sup> Neste sentido, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., pp. 620 e 621, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português...* cit., pp. 19 e 20, e MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 180.

<sup>320</sup> Esta também poderá atuar oficiosamente, se bem que agora analisamos as opções de que dispõem os acionistas prejudicados.

<sup>321</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação... cit., pp. 41 e ss..

<sup>322</sup> Para um exemplo, veja-se a divulgação de decisão de contraordenação (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), processo de contraordenação da CMVM n.º 27/2008, cujos arguidos foram Finertec – Serviços de Consultoria e Participações Financeiras, S.A. e Joaquim Adelino Pereira da Mota, a quem foram aplicadas coimas no valor de €75.000,00 e €25.000,00, respetivamente, pela violação, a título doloso, do dever de publicação imediata do anúncio preliminar de oferta pública obrigatória. Cfr. ainda o acórdão do TRL de 08.06.2010, processo n.º 7799/06.9TFLSB.L1 (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), em que a *Conserve Itália - Consorzio italiano fra Cooperative Agricole - Società cooperativa agricola*, recorreu de uma decisão de contraordenação emitida pela CMVM.

funcionalmente do mercado, a CMVM tem o poder de investigar a situação por forma a conhecer da existência ou não do dever de lançar a oferta. Concluindo pela positiva, deverá ordenar o lançamento da oferta universal, nos termos do artigo 360.º, n.º 1, alínea f), cuja desobediência irá cominar na prática do crime de desobediência previsto no artigo 381.º do CVM<sup>323</sup>. Já se compreende que a necessidade de se recorrer à ação popular deriva de não compreender o direito de saída ou de exoneração como um direito subjetivo plenamente individualizado<sup>324</sup>. Quem, como nós, responder de forma positiva à questão, será levado a concluir que o lançamento de OPA é suscetível de ser exigido coativamente, por interpretação extensiva que a doutrina tem feito do disposto no artigo 830.º do CC, considerando que este é relativo à obrigação de contratar<sup>325</sup>.

XVIII. Outra questão que se deve colocar neste plano é a de saber quais as consequências jurídicas do incumprimento da obrigação de comunicação constante da alínea a) do n.º 3 do artigo 187.º do CVM, ou seja, no caso em que exista uma alteração da percentagem dos direitos de voto que resulte num aumento superior a 1% por comparação com a situação previamente comunicada. Deverá tal incumprimento ser sancionado com a obrigação de lançamento de uma OPA, ou, por outro lado, ter as consequências jurídicas que são atribuídas ao incumprimento de outros deveres de comunicação? Repare-se que a imposição deste dever tem por objetivo prevenir-se a aquisição do controlo sem o cumprimento da correspondente obrigação lançamento da OPA.

As consequências que geralmente são impostas ao incumprimento dos deveres de comunicação encontram-se previstas nos artigos 388.º e 389.º do CVM. O segundo preceito determina, no seu n.º 1, que constitui uma contraordenação muito grave a omissão da prestação de informação à CMVM (alínea c)). Dessa forma, será aplicável, nos termos do

---

<sup>323</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação... cit., p. 43.

<sup>324</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «OPAs obrigatórias... cit., p. 980, nota n.º 188.

<sup>325</sup> Sobre este assunto, com referências doutrinárias e jurisprudenciais, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «OPAs obrigatórias... cit., pp. 972-979. Chamamos a atenção que a adoção da execução específica às situações da OPA obrigatória está totalmente dependente da interpretação extensiva que a doutrina tem feito do disposto no artigo 830.º do CC, considerando que este é relativo à obrigação de contratar. Não concordar com interpretação extensiva à obrigação de contratar, levará à mesma conclusão a que chega CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português... cit., p. 19*, ao notar «não haver obviamente qualquer anterior promessa de contrato» e chamando a atenção para este importante aspeto: «a sentença judicial que viesse a ser proferida não seria idónea para colmatar a omissão de declaração contratual, porque o conteúdo da proposta de lançamento de OPA (ainda que imperativa) comporta alguma flexibilidade designadamente quanto ao conteúdo do prospeto, ao prazo e principalmente quanto à natureza da contrapartida (dinheiro ou valores mobiliários), que nenhum juiz está em condições de conjecturar e selecionar». Ainda, o «tribunal não tem poderes para ordenar a aceitação ou as aceitações dos destinatários».

disposto no artigo 388.º, n.º 1, *a*), uma coima entre os 25.000,00 euros e os 5.000.000,00 euros. Parece-nos que esta sanção já é suficiente severa, existindo um largo espaço de decisão relativamente à quantia a aplicar. Neste sentido, não será necessário impor o cumprimento da obrigação de lançamento da OPA na omissão da prestação informação que deveria ter sido dada nos termos da alínea *a*) do n.º 3 do artigo 187.º do CVM. Afinal, pode ainda nem se ter verificado a condição de exigibilidade que já vimos ser necessária para imposição do regime da OPA obrigatória: a existência do controlo. Caso a omissão tenha lugar e a alteração nos direitos de voto, sendo superior a 1%, permita ao sócio o *controlo efetivo*, tal facto deverá ser considerado para efeitos da determinação do valor da coima por um lado, e, por outro, uma vez que nos encontramos perante o incumprimento do disposto na alínea *b*) desse preceito, poderá ser fonte de responsabilidade pela falta de lançamento de uma OPA universal.



### **CAPÍTULO III**

#### **DISTRIBUIÇÃO DO PRÉMIO DE CONTROLO NO ÂMBITO DA OPA**





# **1. Fundamento da definição de um regime jurídico da contrapartida da OPA: a distribuição do prémio de controlo como mecanismo de limitação dos BPC.**

## ***1.1. Coordenadas gerais. OPA como um mecanismo de proteção dos acionistas outsiders das sociedades abertas na transmissão de controlo.***

I. A constituição do controlo *ex novo* coloca em causa a autonomia económico-patrimonial e organizativa da sociedade dominada, afetando a consistência dos direitos patrimoniais e participativos dos respetivos *outsiders*, quebrando a igualdade entre estes e os *insiders*. A aquisição de controlo, quando realizada através da aquisição de ações gera uma concentração na estrutura de capital de sociedade, provocando uma redução da oferta no mercado de valores mobiliários daquela sociedade e na liquidez das ações desta, tornando-a vulnerável à manipulação de cotações. Os valores mobiliários dessa sociedade passam a sofrer «oscilações inexplicáveis» no valor das respectivas cotações, verificando-se subidas e descidas «bruscas e excessivas, as altas e as baixas agravam-se e prolongam-se irracionalmente»<sup>326</sup>.

Pedro Pais de Vasconcelos<sup>327</sup> destaca que o controlo, *rectius* a excessiva concentração acionista, constitui «uma perturbação» do mercado. Todavia, salienta que, ao adquirirem as ações, os acionistas pressupõem que o mercado continue a funcionar normalmente. Tal não explicaria, porém, a aquisição por acionistas nas situações em que o mercado já se encontra perturbado — na linha de pensamento do autor —, quando a sociedade já tem um controlador. Concordamos pois com a orientação de Ana Perestrelo de Oliveira<sup>328</sup>, que destaca que o que acontece é que o perfil de investimento, *i.e.*, o conjunto dos pressupostos fáticos e jurídicos em que o acionista se baseou quando tomou a decisão de investimento, é alterado quer no caso da aquisição de controlo *ex novo*, quer nos casos de *change of control*. Ademais, existe o risco de verificação de situações de prisão pelo acionista, visto que poderá não encontrar ninguém que se disponha a pagar o valor *justo* pelas suas ações, uma vez que a gestão da sociedade deixa de estar ao alcance de qualquer investidor.

---

<sup>326</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação...cit., p. 20 [11-48].

<sup>327</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação...cit., p. 20 [11-48].

<sup>328</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória... cit., p. 601 [593-661], dando como exemplo, o caso em que o novo sócio controlador (que tem controlo interempresarial) prossegue outros interesses, exteriores à sociedade.

II. Ainda assim, como temos vindo a demonstrar, nem sempre as alterações de controlo serão prejudiciais aos acionistas<sup>329</sup>. Verificámos que, inclusivamente, as alterações de controlo permitem uma maior eficiência na gestão da sociedade, ao sacrificar as administrações menos eficientes, que são substituídas quando um novo controlador adquire o domínio da sociedade. A questão a responder é a de saber se o investidor deverá ou não suportar o risco dessa alteração na estrutura societária da sociedade em que investiu. Por outro lado, questiona-se se deverá o adquirente do controlo suportar os custos inerentes para compensar os sócios, pela alteração dos pressupostos da decisão de investimento.

### ***1.2. Direito de saída dos equity investors de uma sociedade aberta em casos de constituição ou transmissão de controlo***

III. Perante a evidência de que em situações de transmissão do controlo, os pressupostos de investimento dos acionistas se alteravam, e na impossibilidade de verificar se a concreta alteração de controlo era ou não benéfica ao acionista, na década de 60 do século XX, os acionistas *outsiders* começaram a exigir no Reino Unido — onde a maioria dos investidores no mercado de valores mobiliários eram investidores institucionais, tendência que se veio a alastrar pelo resto dos mercados europeus — a possibilidade de saírem da sociedade, *i.e.*, o direito de *exit*. Trata-se de uma tentativa de contrabalançar os direitos entre os *insiders* e os *outsiders*, por forma a garantir que um mercado de controlo ativo é simultaneamente eficiente<sup>330</sup>. Existe uma preocupação estrutural em incentivar a participação acionista nas sociedades abertas<sup>331</sup>, sendo que a existência de um controlador tem várias vantagens. Porém, esta conceção tradicional tem vindo a ser criticada perante o exercício de controlo através de *CEMs* e atendendo ao perfil de *short-termism*, especialmente

---

<sup>329</sup> E, à partida, não deveriam ser. Não só elas sacrificam as administrações menos eficientes como o novo controlador estará sujeito aos mesmos mecanismos de controlo e supervisão administrativos e judiciais. EDDY WYMEERSCH, «La oferta pública de adquisición obligatoria. Una opinión crítica.», in JOSÉ LUÍS URQUIJO JUAN MANUEL MORENO-LUQUE e ANTONIO ALONSO (coord.), *Ofertas Públicas de Adquisición: La lucha por control de las grandes sociedades*, Bilbao, Ediciones Deusto, p. 55 [47-65].

<sup>330</sup> Esta tentativa é simultânea no direito de saída conferido nas transações *freeze-out*. GIOVANNI TAMBURRINI, *Harmonization of Takeover Discipline: A Comparative Law and Economic Overview*, 2009, p. 17, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1423762](http://www.ssrn.com/abstract=1423762).

<sup>331</sup> *European Company Law Experts*, PAUL DAVIES, GUIDO FERRARINI, KLAUS HOPT, ALAIN PIETRANCOSTA, ROLF SKOG, STANSILAW SOLTYSINSKI, JAAP WINTER e EDDY WYMEERSCH, num papper denominado *Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework"*, de 2011, pp. 13 e 14, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

característico destes investidores institucionais<sup>332</sup>. Como notou Pedro Maia<sup>333</sup>, o direito *exit* foi curiosamente uma das primeiras manifestações de atividade pelos acionistas investidores para tutelar a sua passividade<sup>334</sup>. Neste contexto foi estabelecido o procedimento da OPA obrigatória no *Takeover Code*.

A constituição do regime das OPAs obrigatórias assentou por outro lado na ideia geral de que os benefícios da aquisição do domínio sobre uma sociedade aberta devem ser compartilhados pelos acionistas minoritários. Estas são as razões de se tratar de uma OPA dirigida a todos os acionistas, cumprindo o princípio da universalidade da oferta, ou, como se denomina no ordenamento jurídico do Reino Unido, *equal opportunity rule*. Os *General Principles* do *Takeover Code* iniciam-se justamente com os princípios de igualdade de tratamento dos sócios e de proteção dos *insiders*: «*[a]ll holders of the securities of an offered company of the same class must be afforded equivalent treatment; moreover, if a person acquires control of a company, the other holders of securities must be protected*».

A nível europeu, a Diretiva 2004/25/CE, inspirada no *Takeover Code*, constituiu a obrigação de os Estados-Membros instituírem o regime da OPA obrigatória, numa tentativa de harmonização nos termos e condições descritos, à qual o legislador nacional se teve de adaptar. Notamos a este propósito que a regulação do setor dos mercados de capitais tem sofrido grandes evoluções nos últimos anos, no sentido da harmonização das legislações dos Estados-Membros nomeadamente, face ao direito das sociedades comerciais<sup>335</sup>.

---

<sup>332</sup> *European Company Law Experts*, PAUL DAVIES, GUIDO FERRARINI, KLAUS HOPT, ALAIN PIETRANCOSTA, ROLF SKOG, STANSILAW SOLTYSINSKI, JAAP WINTER e EDDY WYMEERSCH, num papper denominado *Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework"*, de 2011, p. 13 e 14, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), que destacam que este «*short-termism*» inclui, não só os casos de passividade que temos vindo a abordar, como também as participações acionistas cujos objetivos são orientados para o curto prazo. Desta forma, geram-se interesses muito diferenciados, que poderão não ser compatíveis com a existência e perfil do novo controlador. Exemplificando, enquanto os fundos de pensões são tipicamente criticados por não serem suficientemente intervencionistas na sociedade, os *hedge funds* são criticados por, contrariamente, serem por demasiado interventivos.

<sup>333</sup> PEDRO MAIA, «Corporate Governance ...cit.», p. 51.

<sup>334</sup> A passividade dos acionistas foi uma das preocupações da Comissão Europeia no Green Paper... cit., pp. 11 e ss., bem como o «*short-termism*», i.e. um curto horizonte no planeamento do investimento, que alguns controladores apresentam, porque constituem uma dupla desproteção dos acionistas. A Comissão requereu propostas de medidas a adotar a nível europeu com vista a evitar este *short-termism*.

<sup>335</sup> Tal deve-se essencialmente a quatro razões. Desde logo, uma razão política. A verdade é que as negociações intraestaduais, no que diz respeito, aos instrumentos financeiros foram muito mais fáceis de realizar, porque as situações relativas dos Estados-Membros quanto à sofisticação dos seus mercados de capitais eram muito diferentes. No início deste «movimento regulatório», os mercados financeiros ainda não estavam tão desenvolvidos e muito do que foi realizado foi baseado em legislação do Reino Unido, que tipicamente obsta a qualquer tipo de harmonização. Como a adoção de regulação a nível do mercado de capitais afeta apenas as sociedades que integram os mercados, houve menor oposição. Por outro lado, não existia doutrina altamente especializada relativamente ao mercado de capitais – não havendo um estudo muito intenso, no que diz respeito

Acima<sup>336</sup>, tivemos oportunidade de brevemente referir cada um dos fundamentos que são geralmente adiantados para justificar a constituição da obrigação de lançamento. Enunciámos que a principal justificação tem sido a da tutela subjetiva, *i.e.* proteção dos sócios *outsiders*, através (i) da atribuição de um direito de saída ou de exoneração<sup>337</sup> aquando da alteração do controlo da sociedade e, (ii) permitindo a divisão do prémio de controlo por todos os sócios. A outra explicação proposta para a consagração da OPA obrigatória foi a da tutela objetiva, mediante a proteção da transparência do mercado de capitais, mediante a tutela de interesses difusos, evitando fraudes à lei e prevendo processos de aquisições parciais especulativos<sup>338</sup>. De facto, o princípio da verdade do mercado encontra-se previsto no artigo 3.º, n.º 1, alínea *d*) da Diretiva 2004/25/CE<sup>339</sup>, e determina que «não devem ser criados mercados artificiais para os valores mobiliários da sociedade visada, da sociedade oferente ou de qualquer outra sociedade interessada na oferta de que resulte uma subida ou descida artificial dos preços dos valores mobiliários e que falseiem o funcionamento normal dos mercados». Como já foi destacado, «é fundamental que se tutele o mercado de valores mobiliários enquanto realidade em si»<sup>340</sup>, sendo que, para tal, não bastará a mera previsão

---

a estas áreas, era muito mais fácil estabelecer reformas, porque haveria muito menor oposição. Mesmo a Alemanha, pioneira no estudo do Direito das Sociedades, não entrou em grande conflito com o Reino Unido, porque o seu Direito dos Instrumentos Financeiros se encontrava subdesenvolvido. A própria Comissão teve mais interesse em regular questões relativas ao mercado de capitais, já que, a criação de regras de investimento uniformes teriam muito maior impacto do que as regras relativas a questões organizacionais do Direito das Sociedades. Também o relatório do grupo Lamfalussy muito contribuiu para esta harmonização. A estratégia adotada, que se baseia no procedimento de comitologia da Comissão, veio permitir regras estabelecidas através de Diretivas, fossem estabelecidas através de princípios gerais, cujos detalhes técnicos seriam deixados para os tecnocratas, menos suscetíveis de pressões políticas e populares (embora menos democráticos). Finalmente, recorde-se que o mercado europeu teve sempre como concorrente o mercado dos EUA. Perante os escândalos da Eron e da Parmalat, sentiu-se a necessidade de restabelecer a confiança no mercado europeu. Desta forma, as instituições europeias optaram por produzir muita legislação, muitas vezes, guiada pelos casos concretos que se foram verificando. Por outro lado, olhando para o mercado dos EUA, onde as regras de proteção dos investidores são muito desenvolvidas, o legislador europeu optou antes por instituir a OPA obrigatória e por torná-la num dos institutos fundamentais a proteger e regular na produção de legislação, de modo a tornar o mercado atrativo. Para aprofundar, *vide* JONH ARMOUR e WOLF-GEORG RINGE, «European Company Law, 1999-2010: Renaissance and Crisis», in *ECGI*, Law working paper n.º 175/2001, 2001, pp. 27-29, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1691688](http://www.ssrn.com/abstract=1691688).

<sup>336</sup> em II — 2.2.

<sup>337</sup> Neste sentido, por exemplo, PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 55, para quem, «a *raison d'être* da obrigação de lançar a OPA (...) reside, em especial, na protecção dos pequenos accionistas da sociedade visada» (realce no original). A alteração de controlo acaba por «despertar nos accionistas minoritários da sociedade visada um interesse legítimo na saída desta e na alienação das respectivas participações».

<sup>338</sup> A que PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação... cit., p. 20, denomina de protecção *objectiva*, por contraposição à defesa do accionista investidor, a que chama de *subjectiva*. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «OPAs obrigatórias... cit., p. 983 [927-984].

<sup>339</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «OPAs obrigatórias... cit., p. 940 [927-984].

<sup>340</sup> PAULA COSTA E SILVA, *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório...* cit., p. 236.

legislativa. É igualmente essencial que os operadores e as autoridades de supervisão do mercado<sup>341</sup> desempenhem as suas funções de acordo com as diretrizes apontadas pelo legislador. Espera-se que o desenvolvimento e regulação eficientes do mercado possam garantir uma transparência das situações em que existe aquisição do controlo, permitindo não só aos acionistas livres serem compensados pelos BPC ilegítimos que sejam extraídos pelos controladores, nomeadamente em vendas de controlo (mas não só), como também, simultaneamente, permitindo aos controladores societários extrair os benefícios do controlo legítimos<sup>342</sup>. A garantia do direito de *exit* foi a escolha do legislador europeu para o efeito.

IV. No ordenamento jurídico nacional, o direito de saída foi garantido de duas formas. Quando exista uma aquisição do controlo, o acionista maioritário é obrigado a lançar uma OPA sobre todos os valores mobiliários que sejam ações ou confirmam direito à sua subscrição ou aquisição. Assim, os *outsiders* ficam protegidos, porquanto na alteração dos pressupostos do seu investimento, todos eles terão direito a uma proposta de *saída* pelo novo controlador. Como nota Ana Perestrelo de Oliveira<sup>343</sup>, «[o] regime legal baseia-se na ideia de *inexigibilidade* de permanência na sociedade, que constitui afinal, o fundamento último do instituto sem requerer a necessária existência de prejuízo para o sócio». Traduz-se antes, na existência de *justa causa* para a cessação da relação social, seja ela *objetiva* ou *subjetiva*, recorrendo ao conceito de *razoabilidade* de Batista Machado, apreciada por «terceiro imparcial», para justificar o facto de a continuação do vínculo associativo não ser «exigível», como acontece quando existe uma «alteração significativa das condições iniciais do investimento». Ana Perestrelo de Oliveira<sup>344</sup> defendeu a existência de dois mecanismos de tutela. Por um lado, uma «tutela subjetiva do sócio», conferindo o direito de saída quando exista uma «alteração da titularidade da participação de controlo». Por outro lado, uma «tutela objetiva de investimento», nos termos da qual, «a modificação do perfil de risco do

---

<sup>341</sup> Este é um princípio norteador da atividade da CMVM, na qualidade de autoridade de supervisora, previsto no artigo 358.º, alínea b) do CVM, que estabelece o princípio da eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados, e para o qual remetem os artigos 369.º, n.º 1 (que diz respeito à atividade de regulação da CMVM) e o artigo 373.º (que concerne à cooperação).

<sup>342</sup> Desta forma, segundo ALESSIO M. PACCES, ir-se-ia limitar a extração ineficiente de BPC, decorrente dos direitos inerentes às ações («*security interests*») — que competem a todos os acionistas — e compensar-se-ia os investimentos «não contratuais» através de BPC que não são extraídos dos direitos inerentes às ações. Note-se que o autor parece partir da perspetiva que os únicos benefícios que devem realmente ser atribuídos ao controlador são os psíquicos. ALESSIO M. PACCES, *Control Matters...* cit., p. 10.

<sup>343</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória... cit., p. 602 [593-661] (realçados no original).

<sup>344</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória... cit., p. 631 [593-661] (realçados no original).

investimento é igualmente suscetível, pois, de originar a obrigação de lançamento da OPA, independentemente de qualquer juízo sobre o eventual efeito negativo da mudança na posição do sócio»<sup>345</sup>. Na realidade, seria praticamente impossível proteger todos os acionistas, na nossa opinião. Basta pensar que numa sociedade aberta poderão existir acionistas que são parceiros económicos (por exemplo, que estabeleçam relações nos termos do artigo 20.º do CVM com o oferente), pretendendo o sucesso da sociedade a *longo-prazo*, bem como poderão existir acionistas com uma participação económica meramente financeira, que procuram apenas o *lucro no curto prazo*, como é tipicamente o caso dos fundos de investimento<sup>346</sup>. O direito de saída foi de facto a maneira mais protetora dos interesses dos acionistas em geral, quer na constituição das situações de controlo, quer na transmissão deste, tendo sido adotada pelos restantes Estados-Membros, ainda antes da entrada em vigor da Diretiva 2004/25/CE.

V. Ademais, Ana Perestrelo de Oliveira<sup>347</sup>, notou que «[r]evela-se, aqui, com especial clareza a intenção maximalista da proteção legal conferida pela legislação mobiliária aos sócios minoritários e a relevância atribuída a qualquer modificação ao nível da estrutura de controlo, independentemente de um juízo concreto sobre os efeitos negativos na respetiva posição global». Mas estas razões invocadas por Ana Perestrelo de Oliveira são em parte extensíveis a outros sujeitos que não apenas acionistas. O alargamento da obrigação de lançamento a todos os valores mobiliários que confirmam o direito à subscrição ou aquisição de ações demonstra que não é apenas a proteção dos (e igualdade<sup>348</sup> entre) acionistas *outsiders* que é visada pela lei, até bem pelo contrário. Pretende-se tutelar objetivamente o investimento, enquanto realidade «em si», e por isso também são tutelados os investidores em *equity*, mesmo que ainda não assumam a qualidade de acionistas (nem nunca venham a assumir). Caso contrário, os acionistas *outsiders* e os *equity investors* teriam de suportar os

---

<sup>345</sup> JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA Obligatoria...* cit., p. 148 refere-se a uma possível «*mutación de las características económicas de la sociedad adquirida*», embora conclua que este fundamento não justifica a imposição de uma obrigação para o oferente «*desta envergadura y gravedad*».

<sup>346</sup> EDDY WYMEERSCH, *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, Financial Law Institute Working Paper n.º 2008-01, 2008, p. 2, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1086987](http://www.ssrn.com/abstract=1086987), destacando que os *hedge funds* poderão até nem ter interesse no valor da sociedade a curto ou longo prazo, em virtude da venda da sua participação mesmo antes do fim da oferta.

<sup>347</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória... cit.», p. 633 [593-661] (realçados no original).

<sup>348</sup> Existem ordenamentos jurídicos que consagram o princípio da igualdade sem consagrar o regime da OPA obrigatória. MANUEL REQUICHA FERREIRA, «OPA concorrente», in CMVM, *Cadernos de Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 30, 2008, p. 19 [19-78]. Por essa razão, a igualdade nunca poderia ser o único fundamento à consagração do regime. Demonstrando que o princípio da igualdade não pode, *per si*, fundamentar o regime da OPA obrigatória, JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA Obligatoria...* cit., pp. 156-165.

riscos inerentes à mudança de controlo. A verdade é que «a confiança na decisão patrimonial só é possível se o aforrador conhecer as condições e as reais perspetivas de cada possibilidade de investimento sendo este conhecimento, por sua vez, condicionado nomeadamente pelo conteúdo da informação que é efetivamente disponibilizado»<sup>349</sup>. Existe aqui uma clara convocação dos direitos de informação. O que está em causa é não só a quantidade de informação, mas também qualidade daquela, que é um «requisito essencial do regular funcionamento e eficiência do mercado»<sup>350</sup>. Por essa razão, só perante uma «absoluta neutralidade» da modificação da estrutura de controlo da empresa, que «significa a ausência de agravamento do risco abstrato dessa modificação para a posição dos acionistas minoritários, *rectius* ausência do perfil de risco do investimento», poderiam ser afastados os factos constitutivos da OPA obrigatória<sup>351</sup>. Julgamos, contudo, que esta posição de Ana Perestrelo de Oliveira não explica a razão de a obrigação de lançamento de uma oferta universal só se constituir na esfera do oferente quando existem certas transmissões de controlo. É que, como já provámos noutra local<sup>352</sup> e tem sido a ser destacado ao longo do presente estudo, nem todas as alterações de controlo da sociedade aberta geram a OPA obrigatória, mas apenas as que se verificam com o preenchimento de alguns factos constitutivos. Qual a razão para o legislador nacional, mas também o europeu onde aquele se inspirou, terem apenas tomado em consideração certas alterações de controlo? Nas outras não seriam de aplicar exatamente os mesmos argumentos? A este aspeto voltaremos adiante.

Acresce que também existe uma tutela anterior e durante a aquisição do controlo. O acionista que pretenda alcançar o controlo poderá lançar uma oferta voluntária sobre todos os valores mobiliários que configurem direito à subscrição ou aquisição de ações emitidos pela sociedade visada, sem nenhuma restrição quanto à quantidade ou percentagens máximas de valores mobiliários a adquirir e com respeito pelos requisitos do artigo 188.º do CVM, nos

---

<sup>349</sup> SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2001, p. 37.

<sup>350</sup> MARTA CRUZ DE ALMEIDA, «O dever de defesa do Mercado», in *DVM*, v. VI, Coimbra, Coimbra Editora, 2003, p. 390 [385-393].

<sup>351</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória... cit., p. 645 [593-661] (realçados no original), a quem pertence a expressão citada, para justificar que a «a pura e simples interposição formal de sociedade» não justifica nem desencadeia a OPA obrigatória. Como exemplo da ausência de agravamento do perfil de risco do investimento, propôs ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA as situações em que se mantém o *ultimate beneficial owner* (ou *ultimate controller*), desde que ao novo controlador já fossem imputados, ainda que indiretamente, os direitos de voto que lhe atribuem o controlo, uma vez que «o precedente controlo pela sociedade adquirente torna absolutamente neutros os efeitos das operações sucessivas». ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória... cit., p. 639 [593-661]. Sobre este assunto, *vide* ainda DIOGO TAVARES, «Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA», in *DSR*, ano 7, vol. 13, 2015, pp. 277 e ss. [247-288].

<sup>352</sup> MANUEL SEQUEIRA, «OPA Obrigatória — Impacto ... cit., pp. 61-150.

termos do artigo 189.º, n.º 1, alínea *a*) do CVM. Assim, o direito de saída aos acionistas *outsiders* é garantido simultaneamente e nas mesmas condições em que o acionista controlador transmite a posição de controlo.

Neste sentido, fica o oferente com duas estratégias possíveis: lança uma OPA prévia para aquisição do controlo ou uma OPA subsequente à aquisição daquele controlo. A única coisa que se exige, é que garanta o direito de saída aos acionistas *outsiders*. A qualificação jurídica deste direito de saída ainda não se encontra totalmente definida pela doutrina<sup>353</sup>, pelo que preferimos adotar a expressão direito de saída (*exit*).

VI. Sendo este direito conferido ao acionista com vista à sua proteção, não faria sentido aplicar o regime do direito de exoneração, garantindo que a sociedade adquiria as ações do acionista, em prejuízo dos demais. A sociedade não assume os custos, nem deve assumir os custos da sua aquisição, sob pena de violar o regime de assistência financeira, previsto no artigo 322.º do CSC. No que respeita ao financiamento da operação de aquisição, pela sociedade adquirida, o qual também deverá ser tomado em conta no âmbito de um LBO (que tem sido destacado internacionalmente como um mecanismo de obter financiamento para a realização de uma OPA), deverá então atender-se ao disposto no artigo 322.º, n.º 1 do CSC<sup>354</sup>

---

<sup>353</sup> Temos dúvidas de que seja um verdadeiro direito de exoneração, desde logo, porque o direito de exoneração deveria ter como sujeito passivo a sociedade e não o sócio maioritário. Não cabe no objecto do presente estudo fazer uma apreciação profunda sobre a natureza do direito de saída conferida ao sócio *outsider*. Sobre o assunto, com as várias posições da doutrina, veja-se GUSTAVO DE SOUSA BOTELHO, *O Direito de Exoneração...* cit., pp. 17-73 e MARTA ELISA DE SOUSA CARMO, *A OPA Obrigatória como Direito de Exoneração*, dissertação apresentada no Master in Law and Management, ministrado conjuntamente pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa e pela Nova School of Business and Economics, 2014, em especial, pp. 62 e ss. Sobre as características essenciais do direito de exoneração e sobre a querela doutrinal sobre o apuramento e natureza das causas do direito de exoneração do acionista, vide TIAGO SOARES DA FONSECA, *O Direito de Exoneração do Sócio no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 253-286, que distingue entre causas estatutárias e legais, por um lado, e causas típicas e atípicas, por outro. E embora a discussão quanto ao exercício parcial ou total do direito de saída seja legítima no âmbito do Direito das Sociedades Comerciais, no âmbito das OPAs não tem cabimento. O acionista não controlador, recebendo uma proposta do acionista controlador ou do acionista que se propõe a adquirir o controlo, poderá aceitar vender o número de valores mobiliários que entender, nada na lei o proibindo de apenas vender parte. Por outro lado, o direito de saída de que aqui tratamos, não é um direito intransmissível nem inderrogável típico do direito de exoneração no âmbito do Direito das Sociedades<sup>353</sup>, porque podem existir transações no âmbito da oferta e os outros sujeitos mantêm-se. Por último, destaque-se que no âmbito da OPA obrigatório, o direito de saída é temporalmente limitado — não sendo exercido até ao fim da oferta, o acionista terá de se conformar com a sua decisão de investimento.

<sup>354</sup> A sua aplicação às sociedades por quotas também tem sido muito discutida. No sentido positivo, JOÃO LABAREDA, «Nota sobre a prestação de ... cit., pp. 189, nota 22 e ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate ... cit., pp. 230 e 231*. No sentido negativo, BERNARDO ABREU MOTA, «Proibição de assistência financeira – notas para a sua interpretação e aplicação (Parte II)», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 15-2006, p. 91, JOSÉ HORTA OSÓRIO, *Da Tomada...* cit., p. 193 e INÊS PINTO LEITE, «Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos *leveraged buy-outs*, in *DSR*, ano 3, vol. 5, 2011, p. 130 [129-179].



que merece especial destaque nesta sede, uma vez que determina que «uma sociedade não pode conceder empréstimos ou por qualquer forma fornecer fundos ou prestar garantias para que um terceiro subscreva ou por outro meio adquira ações representativas do seu capital». São diversas as *finalidades* subjacentes a esta norma, apontadas pela doutrina<sup>355</sup>: (i) reforço

---

O artigo 322.º, n.º 1 tem sido dividido pela doutrina em elementos objetivos e subjetivos. Dentro dos primeiros, encontra-se desde logo a proibição de conceder *empréstimos ou qualquer forma de concessão* (direta ou indireta) *de fundos* ou de prestar garantias para aquisição de ações representativas do seu capital. MARGARIDA COSTA ANDRADE, in COUTINHO DE ABREU (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Coimbra, Almedina, 2012, anotação ao artigo 322.º, p. 499. A doutrina maioritária considera abrangidos no «fornecimento de fundos» a abertura de crédito, os descontos, os contratos de comissão de compra e venda de ações da sociedade sem provisão de fundos, a renúncia a uma indemnização ou doações, enquanto diferentes modalidades de fornecimento de fundos a terceiro que pretenda adquirir ações da sociedade e em geral todos os negócios que objetivamente realizem a concessão de um crédito pela sociedade. Na prestação de garantias, por seu turno, têm sido apontados como proibidos o «penhor de ações, a constituição de hipoteca sobre imóvel da sociedade, penhor sobre qualquer coisa móvel ou direito de crédito, alienação fiduciária em garantia de ações, bem como instrumentos de finalidade garantística, como a letra a favor ou o mandato de crédito».

Existe doutrina que considera aqui abrangidos não apenas os contratos típicos de garantia, pessoal ou real, mas também todos aqueles que, em razão da sua natureza ou da função económica específica que desempenham, conduzam a resultados semelhantes. A aquisição ou subscrição de ações será entendida independentemente da forma negocial, o que constitui também um elemento objectivo, mesmo quando se trate da sociedade dominante, por força do 325.º-A, n.º 1. Neste sentido, INÊS PINTO LEITE, «Da proibição ... *cit.*, 2011, p. 150. Contra, MARIANA DUARTE SILVA, «Assistência Financeira – no âmbito das sociedades comerciais», in *RDS*, ano II, n.ºs 1/2, 2010, p. 222, para quem a assistência concedida a sociedades do mesmo grupo já encontra os interesses dos credores protegidos pelo regime dos grupos. O objeto da aquisição não reúne consenso na doutrina: alguns autores consideram abrangidos outros títulos para além das ações — tais como obrigações convertíveis em ações ou com *warrant*. Outros entendem que só quando tais direitos se convertam em ações, tal proibição será desencadeada.

Ao artigo 322.º, n.º 1, tem também sido apontado um elemento subjetivo. Considera RAÚL VENTURA «Ofertas Públicas de Aquisição... *cit.*, p. 377, estarmos perante uma proibição, não objetivista, mas sim subjetivista em que se exige uma intenção — finalidade — dos administradores de disponibilizar os fundos para o fim proibido, defendendo a necessidade de um acordo de vontades. Parece ser irrelevante se o ato em questão provoca uma perda patrimonial para a sociedade, porque esse não é o único risco que a norma pretende evitar, porquanto o objetivo principal do acordo de financiamento deverá ser a aquisição / subscrição, como é evidenciado pela expressão «*para que*» do artigo 322.º do CSC. Tem no entanto sido destacada, nomeadamente por MARIANA DUARTE SILVA, «Assistência Financeira ... *cit.*, pp. 166-167, a necessidade do carácter oneroso dos negócios de financiamento (*i.e.* que assegurem uma contrapartida patrimonial da sociedade), na medida em que os negócios gratuitos já não passariam no crivo do artigo 6.º, n.º 3, o que, como vimos, é controverso — a consequência desta interpretação leva a afastar a finalidade de proteção dos interesses patrimoniais dos credores no estabelecimento da proibição de assistência financeira. Este é o elemento de maior dificuldade no que respeita à prova, pelo que o resultado económico da operação para a sociedade acabará por ser um elemento indiciário da presença de motivações que não a realização do objeto social e, naturalmente, relevante. Outro consiste na aproximação temporal entre o financiamento e a aquisição / subscrição, embora seja indiferente a ordem das operações. RAÚL VENTURA, *Estudos Vários... cit.*, p. 377. E quando o acordo de financiamento é posterior, a quantidade de ações adquiridas para efeitos de aplicação da proibição é discutida doutrinariamente (no estrangeiro), distinguindo-se entre situações de aquisição de ações que conduzam ao domínio da sociedade assistente daquelas em que tal não acontece — excluindo-se neste caso, para alguns, esta proibição, na medida em que no momento da aquisição das ações, o financiamento consistia numa eventualidade com a qual o terceiro não podia contar.

<sup>355</sup> Já foi defendido que, dada a inserção sistemática, o reforço do regime das ações próprias será a finalidade última da proibição de assistência financeira e que, embora as restantes finalidades não tenham sido desconsideradas pelo legislador, em especial a da conservação do património social, não justificariam esta proibição. RAÚL VENTURA, «Ofertas Públicas de Aquisição... *cit.*, p. 378. Assim também, BERNARDO ABREU MOTA, «Proibição de assistência... *cit.*, parte I, p. 111, para quem a proibição de assistência financeira visa reforçar a proibição constante do artigo 316.º, n.ºs 1 e 2 e o reforço do património social, encontrando-se as

do regime das ações próprias; (ii) salvaguarda dos interesses dos credores e preservação do capital e património social (princípio da intangibilidade do capital social<sup>356</sup>); (iii) prevenção de abusos da administração; e (iv) proteção dos interesses patrimoniais dos acionistas<sup>357</sup>, nomeadamente, dos interesses dos *outsiders*. No que diz respeito à sanção aplicável, nos termos do artigo 322.º, n.º 3 do CSC, os atos ou contratos violadores da proibição de assistência financeira serão nulos<sup>358</sup>.

VII. Existem no entanto exceções à proibição<sup>359</sup>. O seu pressuposto comum é o de que «o ativo líquido da sociedade se torne inferior ao montante do capital subscrito acrescido das reservas que a lei ou o contrato de sociedade não permitam distribuir» (artigo 322.º, n.º 2 do

---

outras finalidades — que desconsidera — sobrepostas pelo interesse da sociedade previsto no regime da prestação de garantias do artigo 6.º, n.º 3 e da cláusula geral do artigo 64.º, todos do CSC.

<sup>356</sup> INÊS PINTO LEITE, «Da proibição... *cit.*, p. 137 e JOSÉ HORTA OSÓRIO, *Da Tomada... cit.*, p. 195.

<sup>357</sup> Chamando a atenção para que estes são inderrogáveis, mas não irrenunciáveis, MARIANA DUARTE SILVA, «Assistência Financeira ... *cit.*, p. 207.

<sup>358</sup> Apenas fazemos referência à sanção civil. Quanto a sanções penais, damos apenas nota de que o n.º 1 do artigo 510.º do CSC sujeita a multa até 120 dias os membros da administração que dolosamente (artigo 527.º, n.º 1 do CSC), por qualquer meio, facultem fundos ou prestem garantias da sociedade para que outrem subscreva ou adquira ações representativas do seu capital social. A doutrina diverge no que toca à extensão da nulidade. No sentido da extensão aos negócios da transação, por exemplo, INÊS PINTO LEITE, «Da proibição... *cit.*, p. 160, invoca-se a ligação existente entre financiamento e transação, que considera uma operação negocial unitária com interdependência funcional. A admitir-se a validade do negócio, a invalidade do financiamento (289.º CC) levaria ao resultado equivalente a um mútuo. No sentido da nulidade abranger apenas do negócio em que participe a sociedade enquanto fornecedora ou enquanto prestadora da garantia e não o da aquisição da participação social ou o negócio de que a garantia é acessória — exceto quando o vendedor de boa-fé fique prejudicado em função da sua vinculação ao cumprimento de um negócio em que a obrigação de que é credor deixou de estar garantida — em que a nulidade afetará todos os atos —, tem sido sugerido que a «sanção de nulidade não se aplique aos casos em que a operação não importa os riscos que justificam a proibição absoluta, que os custos da assistência financeira sejam suportados pelo património social ou que se responsabilize os administradores pelo pagamento dos custos da operação suportados pela sociedade de modo semelhante ao que resulta da obrigação de desembolso do artigo 316.º». MARGARIDA COSTA ANDRADE, *in* COUTINHO DE ABREU (coord.), *Código das Sociedades Comerciais... cit.*, anotação ao artigo 322.º. Nestes casos, parece razoável que os vendedores possam optar entre a resolução do contrato ou exigir o pagamento do preço sem a garantia. Esta violação da proibição poderá ainda gerar responsabilidade dos administradores da sociedade assistente nos termos do artigo 72.º do CSC.

<sup>359</sup> Decorrem da «Segunda Diretiva», a Diretiva 77/91/CEE do Conselho, alterada pela Diretiva 2006/68/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 6 de Setembro, cujo artigo 23.º foi a fonte do nosso artigo 322.º do CSC. Da nova redação do artigo 23.º, n.º 1 da Segunda Diretiva, resulta que os Estados-Membros que permitam que uma sociedade, direta ou indiretamente, preste assistência financeira para aquisição das suas ações devem assegurar que a operação se realize com a observância dos requisitos seguintes: (i) a operação deverá ser realizada sob responsabilidade do órgão de administração, em condições justas de mercado (especialmente no que diz respeito aos juros pagos à sociedade e no que se refere às garantias que lhe são oferecidas pelos empréstimos ou adiantamentos); (ii) a operação deve ser submetida pelo órgão de administração à aprovação prévia da assembleia geral que a deverá aprovar por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos; (iii) a assistência financeira global concedida a terceiros não deverá a nenhum tempo ocasionar a redução dos ativos líquidos para um nível inferior à soma do capital e reservas não distribuíveis, tendo também em conta qualquer redução de ativos líquidos que possa ter ocorrido através da aquisição de ações próprias pela sociedade; (iv) a sociedade fica obrigada a incluir no passivo do seu balanço uma reserva não distribuível no montante da assistência financeira global.

CSC). Tem sido apontada como exceção o caso de assistência em transações que se enquadrem nas operações correntes dos bancos ou de outras instituições financeiras. Pretende-se, desde logo, retirar o ónus de estas entidades verificarem o destino de todos os financiamentos, por motivos de segurança jurídica, embora hoje em dia seja vista como uma norma a favor do setor bancário, sendo o pressuposto objetivo da aplicação («nas operações correntes») o mais difícil de interpretar. Por outro lado, destacou também a assistência em transações efetuadas com vista à aquisição de ações pelo ou para o pessoal da sociedade ou de uma sociedade com ela coligada. Porém, outras exceções têm sido apontadas pela doutrina<sup>360</sup>: (a) aquisição da totalidade do capital — atendendo à ausência de violação da *ratio* da proibição —, (b) distribuição de dividendos pela sociedade adquirida, por ausência dos elementos objetivos, e (c) LBO.

Sem prejuízo da análise do caso concreto, perante os escassos recursos utilizados pela sociedade adquirente, parece que o LBO constitui uma transação que integrará a proibição de assistência financeira. Dado a latitude da locução legal de «prestação de empréstimos e fundos», destaca a doutrina<sup>361</sup> a inclusão direta do LBO na previsão legal. No entanto, alguns autores defendem que a expressão deverá ser sujeita a uma interpretação restritiva<sup>362</sup>, atendendo a que é a própria lei que estabelece uma semelhança entre o empréstimo e o fornecimento de fundos. Se assim não fosse, naquela expressão caberia «todo e qualquer fluxo financeiro entre a sociedade e os seus novos acionistas destinado ao pagamento do preço das ações (ou respetiva dívida), incluindo a distribuição de reservas livres, adiantamentos sobre lucros ou amortização de acções e, com algum exagero, até mesmo pagamento de suprimentos ou de dividendos ordinários ou outros actos ou negócios normais da sociedade»<sup>363,364</sup>.

---

<sup>360</sup> Entre outros, MARIANA DUARTE SIVA, «Assistência ... cit., pp. 221 e ss..

<sup>361</sup> PAULO DE TARSO DOMINGUES, «Proibição de Assistência Financeira no contexto dos mecanismos de proteção de credores», in *AB Instantia – Revista do Conhecimento AB*, ano I, n.º 2, 2013, pp. 70 e 71 e INÊS PINTO LEITE, «Da proibição... cit., p. 163.

<sup>362</sup> RAÚL VENTURA, «Ofertas Públicas de Aquisição... cit., p. 376 e BERNARDO ABREU MOTA, «Proibição de assistência financeira ... cit., parte II, p. 91.

<sup>363</sup> BERNARDO ABREU MOTA, «Proibição de assistência financeira ... cit., parte II, p. 93.

<sup>364</sup> Ainda em conexão com o regime da proibição da assistência financeira, note-se que a aquisição da totalidade do capital pela sociedade assistida é um dos casos em que certa doutrina interpreta considera ser excecional à proibição, já que, considerando que a principal *ratio* àquela proibição é a da proteção dos acionistas, estes se encontram acautelados pela aquisição da totalidade do capital — sem prejuízo de acautelar os direitos dos credores mediante aplicação do limite do ativo líquido da sociedade se mantenha superior à soma do capital social com reservas legais e estatutárias (ou mesmo sem esse limite, pela proteção que a relação de grupo confere aos credores). Cumpre destacar que, perante sociedades abertas, na preparação da operação do LBO, deverá ser tido em conta as regras sobre OPAs obrigatórias previstas no CVM, as quais, como desde já se advinha, no caso

### ***1.3. Termos essenciais do exercício do direito de exit. A essencialidade da contrapartida e o princípio da igualdade como um princípio determinante na definição do regime da contrapartida da OPA.***

VIII. Após termos concluído que o fundamento da OPA é garantir o direito de saída do *equity investor*<sup>365</sup> e uma vez verificados os pressupostos que o legislador atribui como efeito a constituição do direito de saída do sócio (as ultrapassagem de 30% dos direitos de voto da sociedade visada e subsequente controlo ou a mera ultrapassagem dos 50% dos direitos de voto), cumpre verificar quais as condições desse direito de saída. O direito de *exit* é conformado por três princípios essenciais: (a) princípio da estabilidade da oferta; (b) deveres de informação (e de segredo); (c) princípio da igualdade dos acionistas.

O princípio da estabilidade da oferta, obriga a que o oferente mantenha a oferta (só a podendo retirar em casos de alteração de circunstâncias, nos termos acima definidos) e que a mantenha nos mesmos termos, só a podendo modificar ou rever quando confira melhores condições<sup>366</sup>.

Na apreciação da oferta, os acionistas não controladores devem ter acesso à informação adequada para tomar a decisão de investimento. O que se pretende é pois que a informação seja, tal como previsto no artigo 7.º do CVM, completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e

---

de sociedades abertas, serão um mecanismo muito eficaz de limitação da utilização deste tipo de mecanismos, porquanto torna a aquisição muito mais onerosa. Os LBO ainda convocam as regras da aquisição de ações próprias (onde, desde logo, as ações são antes adquiridas pela própria sociedade), dado o estrutural traço comum com o da assistência financeira: a intervenção de uma sociedade na negociação e transmissão das suas próprias ações. No entanto, na assistência financeira, o valor da contraprestação depende da natureza gratuita ou onerosa do negócio de financiamento. O artigo 316.º, n.º 2, do CSC proíbe a sociedade de encarregar outrem de subscrever ou adquirir ações dela própria, em nome proibido mas por conta da sociedade. As ações subscritas ou adquiridas com violação do disposto no número anterior pertencem para todos os efeitos, incluindo a obrigação de as liberar, à pessoa que as subscreveu ou adquiriu. São nulos os atos pelos quais uma sociedade adquira ações próprias às pessoas ali mencionadas no n.º 2 do artigo 316.º. Exceção a esta nulidade é a da aquisição em execução de crédito e se o devedor não tiver outros bens suficientes. Consideram-se suspensos os direitos inerentes às ações subscritas por terceiro por conta da sociedade em violação deste preceito, enquanto não forem por ele cumpridas as obrigações de reembolso da sociedade e de restituição das quantias pagas pelos administradores para a sua liberação.

<sup>365</sup> A verdade é que, não obstante termos concluído que a proteção do investidor, mediante a concessão de um direito de saída do sócio, constitui o fundamento que se encontra sempre presente no regime da OPA obrigatória, não deixam de se revelar no regime da OPA obrigatória manifestações dos outros fundamentos, por vezes muito fortes. Tal acontece, nomeadamente, na definição dos factos constitutivos da obrigação de lançamento — em que a proteção do mercado e o princípio da igualdade encontram especial manifestação — e na definição do regime jurídico da contrapartida, onde o princípio da igualdade se encontra na «*pole position*».

<sup>366</sup> Sobre estes iremos tecer algumas considerações *infra* em III — 2.3.3., pelo que para já não fazemos outras considerações.

lícita ao mercado e impedindo a situação de assimetrias de informação. Neste sentido, foram previstas no âmbito da OPA obrigatória vários deveres de informação, com vista à proteção dos acionistas. No entanto, as assimetrias de informação são inevitáveis, porque, «inevitavelmente, a informação relevante para o funcionamento do mercado não está disponível de igual forma para todos os que nele intervêm»<sup>367</sup>. Estas são combatidas através de instrumentos<sup>368</sup> que permitam fazer uma boa gestão do risco, com implicações no preço que o oferente está disposto a pagar pela oferta. Neste sentido, a informação e transparência de mercado, essenciais à confiança dos investidores e à eficiência do mercado, atuam a três níveis essenciais: é necessário (i) ter cabal conhecimento da atividade da sociedade; (ii) ter conhecimento das alterações de controlo; (iii) conhecer os termos em que se processaram essas alterações de controlo. Daqui decorre, naturalmente, que o próprio princípio da transparência é, também ele, um corolário do princípio da proteção do investidor, sendo necessário proceder a uma aplicação cuidada, de modo a alcançar um equilíbrio entre a proteção da situação jurídica dos investidores minoritários, sem, no entanto, prejudicar desproporcionalmente os investimentos realizados pelos investidores controladores.

Estes três níveis poderão atuar com diferentes intensidades, em especial no que respeita ao período anterior ao lançamento de uma OPA. Seguindo o exemplo de José Ferreira Gomes<sup>369</sup>, «a divulgação de informação até então confidencial pode beneficiar os concorrentes da sociedade, reduzir as opções de financiamento da sociedade em tempos difíceis, ou chamar a atenção de potenciais adquirentes em OPAs hostis. Neste contexto, administração pode optar por divulgar menos informação do que a desejada pelos investidores, não porque queira dissimular benefícios privados dos *insiders*, mas porque

---

<sup>367</sup> ANDRÉ FIGUEIREDO, *A informação difundida no mercado de valores mobiliários e os poderes da CMVM: uma «nova dimensão do direito administrativo»?*, Prémio CMVM 2005, 2005, p. 34, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) (realçados no original), explicando que “[p]ela natureza das coisas, os serão os pequenos investidores aqueles que mais longe estarão das fontes naturais da informação «price sensitive»”.

<sup>368</sup> Entre estas, a *due diligence* assume um protagonismo óbvio. FÁBIO CASTRO RUSSO, «Due diligence e responsabilidade», in *DSR — I Congresso*, 2011, p. 15. Porém, recorde-se que o desenvolvimento destas auditorias societárias tem um impacto económico muito relevante na oferta, dados os recursos humanos e financeiros necessários à sua execução, não obstante constituir um ónus do comprador. Mesmo assim, não é infalível, devido às informações serem inacessíveis em função de o oferente só vir a atingir o controlo posteriormente. «Raramente os processos de *due diligence* permitem total tranquilidade», notou Alexandre Soveral Martins, «Transmissão de participações...cit.», p. 41. No sentido de se tratar de um verdadeiro dever de diligência, um «dever de auto-informação», PATRÍCIA AFONSO FONSECA, «A Negociação de Participações de Controlo – A Jurisprudência», in *DSR — I Congresso*, 2011, p. 36. Contudo, nem sempre é possível realizar uma *due diligence* no âmbito da aquisição das sociedades abertas, desde logo, porque a sua realização pressupõe uma cooperação da administração da sociedade visada e dos seus acionistas. Por outro lado, estamos num domínio em que a mínima suspeita de uma aquisição gera expectativas que conduzem a um aumento do valor da cotação da sociedade.

<sup>369</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação... cit.», p. 114.

pretende adicionar ou manter o valor da sociedade». Outro exemplo consta do dever de segredo sobre o processo de preparação de uma OPA até à data da publicação do anúncio preliminar previsto no artigo 174.º do CVM. Este dever tem como sujeitos passivos o oferente, a sociedade visada, os seus acionistas e os titulares de cargos sociais, nem como ainda todas as pessoas que lhe prestem serviços a título permanente ou temporário. Como explica Jorge Brito Pereira<sup>370</sup>, «[e]ntende-se, no entanto, que a existência de informações sobre a preparação de uma OPA, se divulgadas em momento anterior ao momento em que, efetivamente, exista a decisão de lançamento da oferta, seria suscetível de causar mais desvantagens e ruído no mercado do que vantagens — é assim em especial nos casos em subjaz à oferta um prémio sobre a cotação que, em particular em ofertas hostis, pode ser muito significativo e que, a ser conhecido pelo mercado antes da publicação do anúncio preliminar, seria susceptível de criar assimetrias de informação e de percepção da mesma muito inconvenientes».

IX. Por último, o princípio da igualdade entre acionistas assume especial configuração do direito de *saída* da sociedade aberta nas situações de transmissão de controlo<sup>371</sup>. De um lado, o princípio da igualdade determina que a oferta seja lançada a todos os acionistas da sociedade. Do outro, obriga a que essa saída seja conferida em circunstâncias iguais, mediante uma proposta que só pode diferir quando houver fundamentos objetivos que motivem essa diferenciação, v.g. pelas ações pertencerem a categorias diferentes. Nesta igualdade de condições da proposta, insere-se a contrapartida da OPA obrigatória que tem especial regulação no procedimento da OPA que foi estabelecido, quer a nível europeu, quer a nível nacional. Desde logo, é necessário recordar que o procedimento da OPA obrigatória, constituindo uma limitação da autonomia privada do acionista que adquiriu o controlo<sup>372</sup> e por

---

<sup>370</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *Direito dos Valores Mobiliários*, distribuído no Mestrado em Direito e Gestão na Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa – Escola de Lisboa, em 2013, inédito, título 15 (Ofertas Públicas de Aquisição), p. 7, para quem o dever de segredo do artigo 174.º tem de ser analisado no sistema dos deveres de informação, prestando especial atenção às regras e *ratio* do artigo 7.º do CVM, no sentido de que «a informação respeitante a ofertas públicas deve ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita».

<sup>371</sup> JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA Obrigatória...* cit., p. 139, no sentido de que é um princípio essencial no sistema da OPA obrigatória, desde as suas origens assumindo as mais variadas manifestações.

<sup>372</sup> Neste sentido, GENNARO ROTTONDO, «Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie», in GIOVANNI FALCONE, GENNARO ROTTONDO e LUIGI SCIPIONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, Giuffrè Editore, 2001, p. 28. Esta limitação revela-se, em sede de OPA obrigatória, em várias vertentes (i) na constituição de uma obrigação de lançar uma proposta pública de aquisição; (ii) no estabelecimento de limitações no que diz respeito à definição da contrapartida e (iii) na imposição de proibições como as de negociar fora de mercado

isso, limitando os seus direitos fundamentais, deverá obedecer a princípios de proporcionalidade. Se, por um lado, é necessário garantir os direitos do acionista controlador, por outro lado, é necessário garantir os direitos dos acionistas externos. A fixação do valor da contrapartida, consistindo «*novo atentado* à autonomia da vontade e à liberdade contratual»<sup>373</sup>, é pois realizada de acordo com padrões de elevada objetividade e rigor<sup>374</sup>, numa manifestação do princípio de igualdade dos artigos 15.º e 112.º do CVM.

## **2. Regime Jurídico da Contrapartida da OPA obrigatória no ordenamento jurídico nacional**

### **2.1. Critérios legais mínimos objetivos a tomar em conta pelo oferente na apresentação da proposta da contrapartida da OPA.**

I. Baseando-se na Diretiva 2004/25/CE, a qual deixou propositadamente muito espaço para cada Estado-Membro legislar e regular o seu próprio mercado da forma mais funcional, o CVM utiliza uma metodologia própria para determinar a legalidade da contrapartida na OPA obrigatória<sup>375</sup>. Pretendeu-se estabelecer «regras legais injuntivas mínimas, insuscetíveis de serem afastadas por vontade do novo controlador»<sup>376</sup> (o oferente). Neste sentido, o CVM começa por estabelecer no artigo 188.º, n.º 1 que a contrapartida da OPA obrigatória não poderá ser inferior ao valor mais alto resultante de dois critérios, alternativos, que delimitam o *limite mínimo* dessa contrapartida no mais elevado desses. O primeiro, apresentado na alínea *a*) daquele preceito é o do «maior preço pago»<sup>377</sup> pelo oferente

---

regulamentado valores mobiliários da categoria dos que são objeto da oferta ou dos que integram a contrapartida, exceto se forem autorizados pela CMVM, com parecer prévio da sociedade visada.

<sup>373</sup> PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 54.

<sup>374</sup> HUGO MOREDO SANTOS, «Aquisição Tendente...cit., p. 367 [275-402], embora reportando-se à contrapartida da aquisição tendente ao domínio total, que é também calculada no termos do artigo 188.º do CVM.

<sup>375</sup> Esta metodologia é diferente da prevista no CSC para os casos de direito de saída do sócio — tipicamente através do direito de exoneração — onde a contrapartida é justificada por um relatório elaborado por um revisor oficial de contas independente da sociedade e dos acionistas. No âmbito do CVM, segundo MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Going dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração», in *RDS*, ano VI, n.ºs 3 e 4, 2015, p. 612 [589-616], estamos perante «uma versão aperfeiçoada das regras societárias, oferecendo, por isso, maiores garantias». Para a autora, a «*ratio* da diferença de regime entre o CSC e o CVM é a existência, no domínio mobiliário, de um mercado vigoroso, que contribui para a formação de um preço objectivo para os valores mobiliários emitidos».

<sup>376</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória e imputação dos direitos de voto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 199.

<sup>377</sup> É com base nesta regra que geralmente a doutrina costuma identificar a *ratio* do regime da contrapartida com a divisão do prémio de controlo. Neste sentido, ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Abertas*, in *IVM, DVM*, vol. XI, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, p. 35. PAULO CÂMARA, *Direito dos Valores Mobiliários...* cit.

ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º pela aquisição de valores mobiliários da *mesma categoria*, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta»<sup>378</sup>, em linha com a 1.ª frase do n.º 4 do artigo 5.º da Directiva 2004/25/CE. O segundo, previsto na alínea *b*) do n.º 1 do artigo 188.º do CVM, reporta-se «[a]o preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período»<sup>379</sup>.

---

p. 650, defendendo interpretação extensiva do preceito não apenas para os casos em que tenha sido efetivamente pago um preço, mas também para aqueles em que apenas tenha sido celebrado um contrato que garante ao oferente ou pessoas que com ele se encontrem nas relações do artigo 20.º o direito de adquirir as ações (*e.g.* opção de compra). Trata-se de uma questão semelhante à que gera a interpretação conjunta das alíneas *h*) e *e*), do n.º 1 do artigo 20.º do CVM, aqui seja para efeitos de imputação dos direitos de voto em sede de OPA obrigatória. Sobre o assunto, *vide* JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, «A Imputação dos Direitos de Voto no Mercado de Capitais», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, 2007, pp. 59-69 (nota 66), disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), e em *A imputação dos direitos de voto no mercado de capitais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010, pp. 217 e ss (219), e ainda, PAULA COSTA E SILVA, «A Imputação dos Direitos de Voto... cit., pp. 403-441.

<sup>378</sup> Trata-se da «*best price rule*» ou «*highest price rule*», tendo a sua origem na *rule 9.5. (a)* do *Takeover Code*, embora a *rule 11.3.* estabeleça condições em que a aquela regra não será aplicável, atendendo a diversos fatores, *v.g.* número de ações adquiridas no período de referência e a identidade do vendedor. A Comissão Europeia na proposta final acabou por adotar as propostas do Parlamento Europeu e dos *Expert Group*, como destacou PEER ZUMBANSEN, «European Corporate Law and National Divergences: The Case of Takeover Regulation», in *Washington University Global Studies Law Review*, vol. 3, 2004, p. 870 [867-886], disponível em [www.openscholarship.wustl.edu](http://www.openscholarship.wustl.edu). Assim, esta regra foi inspirada na recomendação II.2. do Relatório Winter. JAAP WINTER (presidente), JAN SCHANS CHRISTENSEN, JOSÉ MARIA GARRIDO GARCIA, KLAUS J. HOPT, JONATHAN RICKFORD, GUIDO ROSSI e JOËLLE SIMON, *The High Level Group of Company Law Experts*, 2002, p. 10, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), na qual se propôs o estabelecimento desta presunção «forte», apenas afastável em circunstâncias determinadas. A informação do artigo 188.º, n.º 1, alínea *a*) é de facto considerada fundamental, devendo obrigatoriamente constar do prospeto, nos termos do artigo 138.º, n.º 1, alínea *f*) do CVM. No regime do CVM, aprecia-se o histórico das contrapartidas pagas pelo acionista em causa nos últimos seis meses, «no pressuposto de que, nesses seis meses, teriam sido praticados os atos que teriam conduzido o mesmo acionista à aquisição do domínio da sociedade», VÍTOR PEREIRA DAS NEVES, «Delimitação dos votos... cit., p. 745.

<sup>379</sup> Defendendo que este critério dá azo a atuações estratégicas do comprador, com vista a obter as melhores condições, GUIDO A. FERRARINI, «Share Ownership... cit., p. 24. Já HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória...* cit., p. 373, destaca que a introdução deste elemento objetivo evita que os destinatários da oferta sejam vítimas da desvalorização das ações (e do preço da cotação) em virtude da transmissão do controlo. Ainda assim, não pode deixar de se fazer nota a que estas transações têm de ser comunicadas ao mercado, nos termos do artigo 138, n.º 1, alínea *f*) do CVM, desde logo, no prospeto. O objetivo será o de dar a conhecer a natureza e montante da contrapartida paga pelo oferente ou por pessoas que com ele estabeleçam relações do artigo 20.º do CVM, por forma a ser possível comparar com a contrapartida proposta na oferta. Note-se que, no âmbito do ordenamento jurídico nacional, estas transações só relevam juridicamente para efeitos da OPA obrigatória. Nas OPAs voluntárias, tais aquisições, obrigatoriamente divulgadas também ao abrigo daquele preceito, são meramente indicativas, sendo um critério meramente informativo para os investidores destinatários da oferta. Diferentemente se passa no Reino Unido, onde a *rule 6.1.* do *Takeover Code* determina a relevância jurídica daquelas aquisições, embora nas transações que tenham tido lugar nos três meses anteriores à oferta, estabelecendo que a contrapartida da oferta terá de respeitar o valor mais alto pago naquele período pelo oferente ou pessoas que com ele atuem em concertação (*best price rule*). Destacando este aspeto JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «A igualdade de tratamento dos accionistas na OPA», in *DSR*, Coimbra, Almedina, ano 2, vol. 3, 2010, p. 105 [87-111].



Note-se que o legislador nacional não adotou exatamente o mesmo critério utilizado pela Diretiva 2004/25/CE<sup>380</sup>. Se nesta o critério da *highest price rule* é o que deve ter-se por referência, ao propor uma contrapartida no âmbito de uma OPA obrigatória regulada ao abrigo do CVM, o oferente deverá ter em atenção um critério *dijuntivo*. Ele deverá propor (e fundamentar) uma contrapartida cujo valor não seja inferior ao *mais alto daqueles dois critérios*. Adiante tentaremos verificar quais as consequências que poderão advir desta regra.<sup>381</sup>

Quando a contrapartida não é suscetível de ser determinada com base nos critérios estabelecidos no n.º 1 do artigo 188.º do CVM, ou quando a CMVM entender que a contrapartida proposta pelo oferente não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa, por ser insuficiente ou excessiva, situação prevista na primeira parte do n.º 2 do artigo 188.º do CVM, tendo nestes casos o poder de designar um auditor independente para fixar a contrapartida mínima da oferta.

## **2.2. Sistema de controlo e fixação administrativa da contrapartida da OPA.**

---

<sup>380</sup> JOSÉ NUNES PEREIRA, «Regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente código do mercado de valores mobiliários: principais desenvolvimentos e inovações», in *Revista da Banca*, n.º 18, Lisboa, 1991, p. 82. Diferente é a solução italiana. Em respeito pelo artigo 5.º, n.º 4 da Directiva 2004/25/CE, o TUF determina no artigo 106, *comma* 2 que, para categoria dos valores mobiliários objeto da oferta, o oferente deverá propor um preço que não seja inferior ao preço mais alto pago pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria por ele ou pelas pessoas que com ele atuem em concertação nos doze meses anteriores à comunicação à *Consob* e respetiva publicação da decisão de lançar a oferta, nos termos do artigo 102.º, *comma* 1. Caso nenhuma aquisição de valores mobiliários dessa categoria tenha sido realizada naqueles doze meses, o oferente deverá oferecer uma contrapartida que não seja inferior ao valor da média ponderada da cotação daqueles valores em mercado regulamentado no período de referência ou do disponível, se mais curto. Daqui resulta, ao contrário do que acontece no ordenamento jurídico nacional, que o critério do preço mais alto pago pelo oferente (ou pessoas relacionadas) tem prevalência sobre o critério da média ponderação da cotação no período de referência, que assume uma natureza subsidiária. LUCIA PICARDI, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, pp. 399 [392-418].

<sup>381</sup> Não pode, no entanto, deixar de se destacar desde já duas. Se o princípio da igualdade era o apontado para fundar o regime da OPA obrigatória, e consequentemente da contrapartida, por determinar a saída dos acionistas em condições iguais às do alienante do controlo, ele sofre desde já uma rutura: as condições propostas podem não ser diversas, quando o preço médio ponderado dos valores mobiliários objeto da oferta, apurado em mercado regulamentado, durante os seis meses anteriores ao anúncio preliminar for superior ao resultante da *highest price rule*, parece ser este o valor mínimo a propor. Logo, os acionistas *outsiders* poderão sair beneficiados face ao alienante do controlo. Por outro lado, os critérios estabelecidos no CVM para determinação da contrapartida pelo oferente são critérios relativos a situações passadas da sociedade pelo que é com base no que a sociedade valia no passado (ainda que relativamente recente) ou no presente (na data da apresentação da OPA), que deverá ser determinada a contrapartida pelo oferente, considerando-se de acordo com os critérios legais.

II. A Diretiva 2004/25/CE determina ainda no artigo 5.º, n.º 4 que «[o]s Estados-Membros podem autorizar as autoridades de supervisão a alterar o preço referido no primeiro parágrafo<sup>382</sup> em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados», desde que respeitados os princípios gerais estabelecidos no artigo 3.º, n.º 1 daquela. Esta atribuição de poderes aos Estados-Membros para regular um sistema de controlo da contrapartida, funda-se no facto de os critérios estabelecidos para a determinação da contrapartida nem sempre se revelarem os adequados ao tratamento dos acionistas ao abrigo do princípio da igualdade. Assim, baseado no Relatório Winter<sup>383</sup>, o legislador europeu definiu regras mínimas de harmonização, onde pretendeu estabelecer um sistema que conduzisse a uma contrapartida verdadeiramente equitativa.

A transposição deste preceito foi realizada no artigo 188.º do CVM de forma *suis generis* pelo legislador nacional. Para cabalmente compreender o sistema nacional e podermos tomar opinião fundamentada sobre as opções tomadas pelo legislador, parece-nos imperativo verificar os diversos sistemas de controlo da contrapartida adotados pelos restantes Estados-Membros e quais as implicações da adoção de cada um dos sistemas.

#### 2.2.1. Sistema de ausência de controlo administrativo da contrapartida da OPA

III. O sistema de ausência de controlo administrativo da contrapartida da OPA caracteriza-se por a contrapartida proposta pelo oferente não ser sujeita a um controlo pela autoridade de supervisão do mercado, tal como permitido pela Directiva. É o caso do sistema da OPA obrigatória previsto no ordenamento jurídico alemão, onde a autoridade supervisora do mercado de capitais, a *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*<sup>384</sup>, não tem competência para avaliar a equidade da contrapartida proposta pelo oferente.

Ao contrário do que acontece nos restantes ordenamentos jurídicos estudados, na Alemanha não existe uma norma que regule especificamente a contrapartida na OPA

---

<sup>382</sup> Recorde-se que o preço definido no primeiro parágrafo do n.º 4 do artigo 5.º da Diretiva 2004/25/CE é o que se entende por preço equitativo para efeitos da Diretiva: o preço mais elevado pago pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele atuam em concertação pelos valores mobiliários da mesma categoria, ao longo do período anterior à oferta determinado pelos Estados-Membros ou se aqueles tiverem adquirido valores mobiliários por contrapartida mais elevada após o lançamento da oferta, um valor não inferior ao desta.

<sup>383</sup> JAAP WINTER (presidente), JAN SCHANS CHRISTENSEN, JOSÉ MARIA GARRIDO GARCIA, KLAUS J. HOPT, JONATHAN RICKFORD, GUIDO ROSSI e JOËLLE SIMON, *The High Level Group...* cit., p. 49 e ss..

<sup>384</sup> Sobre a aplicação do regime alemão com fundamento na Diretiva 2004/25/CE, JULIA CLOIDT-STOTZ, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids...* cit., pp. 264-322.

obrigatória: o § 31 do *WpÜG* aplica-se à OPA voluntária com vista à aquisição do controlo (regulada nos §§ 29 do *WpÜG*) e à OPA obrigatória (regulada nos §§ 35 e ss. do *WpÜG*)<sup>385</sup>. Nos termos do § 31 I do *WpÜG*, o oferente deve propor (nos documentos da oferta previstos no § 31, II, 4 do *WpÜG*) uma contrapartida adequada aos acionistas da sociedade visada. O oferente deve, pois, propor uma contrapartida para cada categoria de instrumentos financeiros que sejam objeto da oferta (§ 3 III do regulamento da *WpÜG*). Na determinação da contrapartida, devem ser tidos em conta a média da cotação de mercado das ações da sociedade visada, bem como preço das aquisições dessas pelo oferente e pessoas que com ele atuem em concertação, não podendo aquela ser inferior aos montantes resultantes dos critérios estabelecidos nos § 4 a § 6 do regulamento da *WpÜG*.

O § 4 do regulamento da *WpÜG*, dizendo respeito ao preço das aquisições do oferente e das pessoas que com ele atuem em concertação, determina que a contrapartida para os valores objeto da oferta deverá ser pelo menos igual ao valor pago por aqueles na aquisição de valores da mesma categoria da oferta nos seis meses anteriores ao anúncio de lançamento (de acordo com o §14, II, 1 do *WpÜG*) ou da publicação da ocorrência do facto desencadeador da obrigação de lançamento da OPA obrigatória (nos termos do §35, I, 1 do *WpÜG*). O § 5 I do regulamento da *WpÜG* estabelece que, se as ações da sociedade visada estiverem admitidas à negociação num mercado regulamentado alemão, a contrapartida deverá ainda ser pelo menos igual à média ponderada da cotação<sup>386</sup> das ações dos três meses anteriores à publicação do anúncio preliminar<sup>387</sup> (nos termos do §10, I, 1 do *WpÜG*) ou da publicação da ocorrência do facto desencadeador da obrigação de lançamento da OPA obrigatória (de acordo com §35, I, 1 do *WpÜG*).

---

<sup>385</sup> JULIA CLOIDT-STOTZ, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids...* cit., p. 291 [264-322]. Para uma sumária comparação com o regime legal alemão da contrapartida anterior à transposição da Directiva, vide STEPHAN OPPENHOFF, *Takeover Bids Directive Implementation Act*, Linklaters, 2006, disponível em [www.linklaters.com](http://www.linklaters.com).

<sup>386</sup> A média ponderada da cotação no mercado regulamentado alemão deverá significar a média dos preços das transações (em mercado regulamentado) dos valores mobiliários da sociedade visada comunicadas à *BaFin* de acordo com o § 9 do *Wertpapierhandelsgesetz* (§ 5, III do regulamento da *WpÜG*).

<sup>387</sup> No relatório da FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER LLP, *Reform of the EU Takeover Directive and of German Takeover Law — Surgey Report*, CHRISTOPH H. SEIBT, KLAUS J HOPT (coord.), 2011 (Novembro), disponível em [www.betterregulation.com](http://www.betterregulation.com), p. 30, a maioria dos inquiridos (de nacionalidade alemã) respondeu em defesa desta regra, considerando, no entanto, que o prazo de três meses, tal como estabelecido no *WpÜg* alemão é preferível ao dos seis meses estabelecido na Directiva. Curiosamente foram os académicos quem defendeu um prazo mais longo, como o necessário à maior proteção dos *outsiders*.

O § 5 II do regulamento da *WpÜG* prescreve que se, no momento da publicação do anúncio preliminar ou da publicação da ocorrência do facto desencadeador da obrigação de lançamento da OPA obrigatória, as ações da sociedade visada não tiverem estado admitidas à negociação em mercado regulamentado alemão durante os 3 meses anteriores (mas menos tempo), o valor da contrapartida deverá ainda ser pelo menos igual à média ponderada da cotação das ações desde a data que estas estiverem admitidas à negociação.

IV. Note-se que, mesmo não existindo um controlo da contrapartida pela *BaFin*, existe um controlo, desde logo — comum a qualquer sistema —, efetuado por privados, que consiste na obrigação da divulgação de um parecer de um auditor independente que se pronuncia sobre a equidade do preço, o que acaba por ser um fator de «*credibilização inicial da oferta*», mediante a emissão de uma «*fairness opinion*»<sup>388</sup>. Assim, na ausência de controlo administrativo da contrapartida quanto à sua justificação e equidade, o único controlo realizado por uma autoridade pública é o controlo jurisdicional, ao qual os *outsiders* podem recorrer. Neste sentido, tem entendido a jurisprudência que os acionistas não controladores da sociedade visada que considerem que o preço não é equitativo, poderão pedir a condenação do oferente ao pagamento da diferença entre o valor pago pelo oferente e o valor que deveria ter disso pago no âmbito da OPA, a título de indemnização<sup>389</sup>, não existindo responsabilidade da autoridade supervisora. No já abordado relatório da Freshfields Bruckhaus Deringer LLP<sup>390</sup>, foi rejeitado pela maioria (68%) dos inquiridos (todos de nacionalidade alemã) a introdução de base legal para que a *BaFin* tivesse poderes para garantir discricionariamente exceções às regras de contrapartida mínima e os que responderam positivamente, fizeram-no no sentido do aumento desta contrapartida.

#### 2.2.2. Sistema de controlo administrativo da contrapartida mínima

V. Optando sistema de controlo administrativo da contrapartida mínima, os Estados-Membros devem indicar as circunstâncias em que operará a modificação e critérios norteadores dessa modificação de forma clara e determinada, sendo que o valor equitativo da contrapartida ali poderá ser alterado, «tanto no sentido da sua subida como descida» (artigo 5.º, n.º 4 da Diretiva 2004/25/CE). São fornecidos quatro exemplos de circunstâncias em que

---

<sup>388</sup> Expressões de PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 57, que destaca ainda que essa exigência pode ser imposta à sociedade visada, no ordenamento jurídico nacional, nos termos do artigo 181.º, n.º 2, do CVM. Também este é o caso no ordenamento jurídico alemão onde se exige, no § 27 (1, par. 1) do *WpÜG*, que a administração da sociedade visada se pronuncie sobre a oferta em geral e sobre a contrapartida em especial.

<sup>389</sup> Tipicamente, a oferta é acompanhada de um relatório / parecer de um perito independente e externo, que se pronuncia sobre a equidade do preço proposto. PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 57.

<sup>390</sup> *Reform of the EU Takeover Directive and of German Takeover Law — Surgey Report*, e coordenado por CHRISTOPH H. SEIBT, KLAUS J HOPT, de Novembro de 2011, pp. 7 e 31, (disponível em [www.betterregulation.com](http://www.betterregulation.com)).

o preço poderá ser alterado. Os primeiros três parecem ter como critério comum o de existir *um risco de desvirtuação* do valor apurado: (i) quando tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante; (ii) manipulação do mercado; (iii) acontecimento excecional. O último diz respeito à alteração do preço equitativo quando a OPA se insira numa operação que permita a recuperação de uma empresa em situação difícil. Por outro lado, o Estado-Membro poderá ainda definir os critérios a utilizar nos casos em que conceder à autoridade de supervisão poderes para alterar o preço da contrapartida. Para tal, na última frase do n.º 4 do artigo 5.º, são dados como exemplos, «o valor médio de mercado ao longo de um determinado período, o valor de liquidação da sociedade ou outros critérios objetivos de avaliação geralmente utilizados na análise financeira».

Deste modo, no sistema de controlo administrativo da contrapartida mínima, que foi adotado no Reino Unido, em Espanha e Itália, é conferida à autoridade de supervisão competência de para alterar a contrapartida proposta pelo oferente, quando se verificarem determinadas circunstâncias e obedecendo a vários critérios. Vejamos como foi realizada a adoção dos sistemas pelos legisladores daqueles países.

VI. No Reino Unido, todo o regime da OPA assenta num mecanismo denominado de *checks and balances*, porque apesar de o *Takeover Code* ser muito minucioso a estabelecer as regras do procedimento da oferta, o *Takeover Panel* goza de uma ampla discricionariedade na condução e conformação do procedimento. Tal é verificado, desde logo, pelas *notes* às *rules*, que estabelecem «padrões de comportamento» que o *Takeover Panel* tenderá a adotar. Em sede de controlo da contrapartida, as regras a atender são desde logo, as *rules* 9.5, 6 e 11.

Na *rule* 9.5 (a) transpõe-se o disposto na primeira frase do n.º 4 do artigo 5.º da Directiva das OPAs, estabelecendo-se como período relevante para a *highest price rule* doze meses<sup>391</sup>, desde o início da oferta (*commencement of the offer period*)<sup>392</sup>. O parágrafo (b) da

---

<sup>391</sup> Este foi, aliás, alterado para o efeito, como resulta do ponto 12 da Declaração do *Panel* e do Comité de revisão do *Takeover Code* — *Statement by the Panel and the Code Committee following the external consultation process on PCP 2005/5*, p. 23, disponível em [www.thetakeoverpanel.org.uk](http://www.thetakeoverpanel.org.uk). Na *note* 2 à *rule* 9.5. são previstas as formas de determinar o preço na aplicação da *higher price rule*. Quando a contrapartida em transações dos doze meses anteriores tenha sido paga em dinheiro, nomeadamente, no caso de aquisições de acções, *call options* ou *put options*, ou ainda, no caso da celebração de derivados financeiros. Se a contrapartida das transações nos doze meses anteriores correspondeu a valores mobiliários admitidos à negociação, o preço será normalmente estabelecido por referência ao preço médio de mercado no momento da aquisição.

<sup>392</sup> PETER BURBIDGE, in Maul / Muffat-Jeandet / Simon (coord.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, p. 581 [571-604], destaca que este *offer period* pode iniciar-se com o anúncio de uma intenção firme de apresentar uma oferta ou apenas com o anúncio da intenção de o fazer, se o *Panel* lhe pedir explicações.

*rule 9.5* diz respeito a transações no âmbito da oferta, obrigando o oferente a rever em conformidade a contrapartida, quando ele ou as pessoas que com ele atuam em concertação tenham adquirido os valores objeto da oferta por um preço superior ao proposto. Contudo é na *rule 9.5 (c)* que reside o núcleo do sistema de controlo pelo *Takeover Panel*, estabelecendo que, em certas circunstâncias, a contrapartida resultante dos parágrafos (a) e (b) pode ser ajustada (*adjusted*) pelo *Takeover Panel*, sendo esta *rule* concretizada na *note 3* daquele preceito. Aí se preveem as circunstâncias que serão tomadas em conta pelo *Takeover Panel* aquando do controlo da contrapartida. Repare-se que em (c) daquele preceito se prevê que o *Takeover Panel* determine o ajustamento do preço, quer para aumentar o valor, quer para o baixar. Certo é que, como se afirma na *note 3* da *rule 9.5*, «*the price payable in the circumstances (...)[se encontram previstas na mesma nota<sup>393</sup>] will be the price that is fair and reasonable taking into account all the facts that are relevant to the circumstances*».

Na *note 1* à *rule 9* determina-se que sempre no âmbito da *mandatory takeover bid* seja proposta uma contrapartida em valores mobiliários<sup>394</sup>, o oferente deverá apresentar uma alternativa em dinheiro<sup>395</sup>, pelo menos, com valor correspondente ao desses valores, determinado por avaliação independente. Para cumprimento do *General Principle 1*, poderá ser relevante a oferta de valores mobiliários da mesma categoria para todos os *shareholders*, devendo o *Takeover Panel* ser consultado para o efeito.

À contrapartida da OPA obrigatória poderão ainda ser aplicáveis as *rules 6 e 11* do *Takeover Code*, as quais dizem respeito a todas as ofertas, tendo especial aplicação nas ofertas voluntárias. Assim, poderá o *Panel* ainda ter em consideração transações realizadas no período de 3 meses anteriores ao período estabelecido na *rule 6.1*<sup>396</sup> se, no seu entender,

---

<sup>393</sup> Na apreciação do pedido do oferente, o *Takeover Panel* tomará em com consideração, segundo a *note 3* à *rule 9.5*: «(a) *the size and timing of the relevant acquisitions*; (b) *the attitude of the board of the offeree company*; (c) *whether interests in shares had been acquired at high prices from directors or other persons closely connected with the offeror or the offeree company*; (d) *the number of shares in which interests have been acquired in the preceding 12 months*; (e) *if an offer is required in order to enable a company in serious financial difficulty to be rescued*; (f) *if an offer is required in the circumstances set out in Note 12 on Rule 9.1*; and (g) *if an offer is required in the circumstances set out in Rule 37.1. The price payable in the circumstances set out above will be the price that is fair and reasonable taking into account all the factors that are relevant to the circumstances*».

<sup>394</sup> Para cumprimento do *General Principle 1* (o da igualdade entre acionistas), poderá ser relevante a oferta de valores mobiliários da mesma categoria para todos os *shareholders*, devendo o *Panel* ser consultado para o efeito.

<sup>395</sup> Na *rule 11.1* do *Takeover Code* estabelecem-se, relativamente a todas as ofertas, os casos em que a contrapartida obrigatoriamente estabelecida em numerário.

<sup>396</sup> Esta estabelece que aos titulares de ações visadas pela oferta não podem, exceto com consentimento do *Takeover Panel*, ser propostas condições menos favoráveis do que as que foram propostas em transações realizadas pelo oferente ou por pessoas que com ele atuem em concertação nas OPAs voluntárias, nomeadamente, no que respeita ao preço mais alto pago (a) nos 3 meses anteriores ao início do período da oferta

existirem circunstâncias que se revelem essenciais para garantir o cumprimento do *General Principle 1*, que estabelece a igualdade entre os acionistas. Tal acontecerá, nomeadamente quando as partes dessas transações sejam administradores ou pessoas especialmente relacionadas com o oferente ou com a sociedade visada. Por outro lado, pode o *Takeover Panel*, no controlo da contrapartida, recorrer aos critérios das *rules 11.1 e 11.2*, para alterar a natureza da contrapartida proposta pelo referente. Mais uma vez, serão as transações realizadas nos últimos três meses e o *General Principle 1* que serão especialmente tomados em consideração pelo *Takeover Panel*.

VII. Em Espanha, o sistema de controlo administrativo da contrapartida encontra regulação na *Ley de Mercado de Valores* de 1988 (*LMV*), regulamentada pelo no *Real Decreto* 1066/2007, sendo que, em conjunto, preveem a disciplina normativa para a OPA obrigatória<sup>397</sup>. Este controlo será realizado pela *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (*CNMV*), que é a entidade com poderes de supervisão do mercado de capitais espanhol. O artigo 60.º da *LMV* (e o artigo 3.º do *Real Decreto* 1066/2007, diploma que o regulamentou) determina os casos em que o participante da sociedade aberta ficará obrigado a fazer uma oferta pública de aquisição a todos os titulares de ações ou de valores mobiliários que direta ou indiretamente atribuam direito à sua subscrição ou aquisição, onde deverão propor um *preço equitativo*<sup>398</sup>. De seguida, o legislador espanhol esclareceu (n.º 1 daquele preceito) o que se deverá entender por preço equitativo, replicando a *highest price rule* da Diretiva 2004/25/CE. No entanto, ressalva de imediato que a *CNMV* «podrá modificar el precio así calculado en las circunstancias y según los criterios que se establezcan reglamentariamente», os quais acabaram por ser realizados no artigo 9.º do *Real Decreto* 1066/2007. No n.º 5 do artigo 60.º da *LMV*, o legislador espanhol determinou que seria regulamentado o regime das

---

e (b) no período entre o início da oferta e o anúncio de lançamento, tal como descrito na *rule 2.7*. Na *note 1* à *rule 6.1* é esclarecido que só em excecionais circunstâncias o *Panel* irá concordar com o ajustamento da contrapartida. Serão tidos em conta na realização do ajustamento os seguintes fatores: «(a) whether the relevant acquisition was made on terms then prevailing in the market; (b) changes in the market price of the shares since the relevant acquisition; (c) the size and timing of the relevant acquisition; (d) the attitude of the offeree board; (e) whether interests in shares have been acquired at high prices from directors or other persons closely connected with the offeror or the offeree company; and (f) whether a competing offer has been announced for the offeree company».

<sup>397</sup> Sobre os casos de maior relevo que em Espanha precederam a transposição, veja-se FERNANDO DI EZESTELLA, «El régimen jurídico de las OPAs», in *Temario Derecho Mercantil II*, C. U. Villanueva, Curso 2013/14, p. 102 [101-110], disponível em [www.fernandodiezestella.com](http://www.fernandodiezestella.com).

<sup>398</sup> MIGUEL ÁNGEL MICHINEL ÁLVAREZ, *La OPA transfronteriza: determinación y ámbito de la ley aplicable en el marco del mercado de control europeo*, Santiago de Compostela, Servicio de Publicaciones e Intercambio Científico, 2007, p. 72, o estabelecimento da regra do preço equitativo destina-se a minimizar os *agency costs*.

garantias exigidas quando a contrapartida seja proposta em dinheiro, em valores mobiliários emitidos ou a emitir (alínea *e*)) e a modalidade de controlo administrativo pela *CNMV*, bem como o procedimento das OPAs. A contrapartida encontra especial regulação no artigo 9.º do *Real Decreto* 1066/2007, cujo n.º 1 determina que as OPAs obrigatórias deverão ter como contrapartida o preço não inferior ao valor mais alto pago pelo oferente ou pelas pessoas que com ele atuem em concertação nos doze meses anteriores à divulgação do anúncio da oferta. Aliás, a norma é bastante rígida, obrigando o oferente a propor exatamente as mesmas condições<sup>399</sup>. Quando não for possível recorrer a nenhum destes critérios, ou quando a sociedade se encontre em «sérias dificuldades financeiras», o artigo 9.º, n.º 3 do *Real Decreto* remete para os métodos de avaliação, previstos para a aquisição potestativa do artigo 10.º, n.º 5 daquele diploma.

A contrapartida pode no entanto ser modificada pela *CNMV*<sup>400</sup> quando se verifique alguma das circunstâncias taxativamente previstas no n.º 4. Entre estas, encontram-se a existência de um dividendo que tenha afetado a operação ou algum acontecimento extraordinário que leve à necessidade de corrigir o *preço equitativo* calculado nos termos dos n.ºs 1 e 2. Mas não só. De facto, são previstas várias situações, conferindo algum grau de discricionariedade à *CNMV* na apreciação, nomeadamente, em caso da existência de indícios razoáveis de manipulação do mercado, ou se o preço pago pelo oferente for inferior ao intervalo de variação da cotação dos valores objeto da oferta no dia da aquisição (alínea *c*) do n.º 4 do artigo 9.º), ou quando esse preço mais alto nos últimos doze meses resulte de uma aquisição de um volume não significativo de ações e tenha sido realizado ao preço da cotação, atendendo-se a outros preços acordados nas aquisições restantes do período de referência (alínea *d*) do n.º 4 do artigo 9.º do *Real Decreto*). Verificadas as situações referidas, a *CNMV* poderá requerer ao oferente informações sobre métodos e critérios para cálculo do preço equitativo. Neste caso, deverá ser apurado o valor através de métodos de avaliação que sejam comumente aceites pela comunidade financeira internacional. O artigo 10.º, n.º 5 do *Real Decreto* refere expressamente, entre outros, (i) valor contabilístico da sociedade e do grupo consolidada, com base nas últimas contas anuais auditadas ou no último relatório e contas, se existir um posterior; (ii) valor de liquidação, embora num plano secundário; (iii) valor

---

<sup>399</sup> Por exemplo, prevê-se que no caso de a aquisição tiver fundamento numa opção de compra prévia, ao preço a oferecer se oferecerá o valor do prémio acordado para a concessão da opção (alínea *a*), do n.º 2, do artigo 9.º do *Real Decreto* 1066/2007).

<sup>400</sup> Sendo a decisão publicada no *site* oficial da *CNMV* ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), a qual deverá ser fundamentada.



segundo o método de descontos de fluxos de caixa, (iv) valor segundo o método de múltiplos de tesouraria ou (v) valor segundo o método de comparação do mercado.

VIII. Também em Itália, é a própria *Comissione Nazionale per le Società e la Borsa* (*Consob*), a autoridade de supervisão do mercado, que tem poderes para controlar o preço a proposto pelo oferente no seio da OPA<sup>401</sup>, embora estes poderes sejam limitados, como veremos. Após apresentação da contrapartida pelo oferente na documentação da oferta, determina o artigo 106, *comma* 3 do *TUF*, que a *Consob* deverá estabelecer por regulamento os casos em que poderá rever por *decisão fundamentada* a contrapartida do oferente, por esta ser excessiva face ao que resulta dos critérios estabelecidos no artigo 106, *comma* 2 do *TUF* (nos casos previstos na alínea *c*) do *comma* 3) ou por esta ser insuficiente (nos casos previstos na alínea *d*) do *comma* 3). Esta matéria foi então regulada no *Regolamento emittenti*<sup>402</sup>, que prevê um procedimento voluntário para redução do preço da OPA obrigatória (nos artigos 47-*bis* e ss.) e um procedimento oficioso para aumento do preço (nos artigos 47-*sexies* e ss.), com uma particularidade: o *Regolamento emittenti* prevê sempre critérios objetivos subsidiários para apurar do valor da contrapartida.

O procedimento voluntário tem início pelo requerimento apresentado pelo oferente (ou por pessoas que com ele atuem em concertação) no prazo de 5 dias desde a notificação da decisão de lançamento da oferta, efetuada ao abrigo do artigo 102, *comma* 1, do *TUF* e do artigo 37 do *Regolamento emittenti*, com a junção dos documentos necessários e indicação dos factos relevantes ao preenchimento da circunstância legal motivante (que se encontra legalmente tipificada no artigo 106, *comma* 3, alínea *c*) 1 do *TUF*)<sup>403</sup> e dos seus efeitos sobre

---

<sup>401</sup> O artigo 106, *comma* 2 do *TUF* estabelece que, para categoria dos valores mobiliários objeto da oferta, o oferente deverá propor um preço que não seja inferior ao preço mais alto pago pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria por ele ou pelas pessoas que com ele atuem em concertação nos doze meses anteriores à comunicação à *Consob* e respetiva publicação da decisão de lançar a oferta, nos termos do artigo 102, *comma* 1. Caso nenhuma aquisição de valores mobiliários dessa categoria tenha sido realizada naqueles doze meses, o *TUF* prevê que o oferente deverá oferecer uma contrapartida que não seja inferior à média ponderada da cotação daqueles valores em mercado regulamentado no período de referência ou do disponível, se mais curto. Como já foi destacado *supra*, em 2.1., aqui resulta, ao contrário do que acontece no ordenamento jurídico nacional, que o critério do preço mais alto pago pelo oferente (ou pessoas relacionadas) tem prevalência sobre o critério da média ponderação da cotação no período de referência, que assume uma natureza subsidiária.

<sup>402</sup> O qual foi adotado pela delibera n.º 11971 de 14.05.1999, tendo sido consultada a versão resultante das modificações introduzidas pelas delibere n.º 19084 de 19.12.2014 e n.º 19094 de 08.01.2015.

<sup>403</sup> Entre as circunstâncias legais motivantes para a redução da contrapartida, encontram-se (i) o evento excecional; (ii) a manipulação de mercado; e (iii) a aquisição ter sido realizada a preços de mercado e no âmbito de uma gestão ordinária, tendo o preço da operação beneficiado de uma isenção das previstas no *comma* 5 do artigo 106 do *TUF*. O caso de evento excecional encontra-se previsto no artigo 106, *comma* 3, alínea *c*) 1 do *TUF* e no artigo 47-*ter* do *Regolamento emittenti*, que também servirá de fundamento à redução da contrapartida. Este critério será abordado adiante, a propósito do regime nacional (*infra* nota 438). A situação de manipulação

a contrapartida, se conhecidos. Após apreciação do pedido, a *Consob* tomará uma decisão fundamentada dentro do prazo estabelecido especificado no artigo 102, *comma* 4, do *TUF*, *i.e.* nos quinze dias que a *Consob* dispõe para aprovar a documentação da oferta, desde a sua apresentação («período instrutório»)<sup>404</sup>.

O procedimento oficioso inicia-se pela *Consob* ou a pedido de qualquer interessado, no prazo de 10 dias desde a notificação da decisão de lançamento da oferta, efetuada ao abrigo do artigo 102, *comma* 1, do *TUF*. O procedimento será iniciado pela *Consob* quando esta entender que o preço proposto pelo oferente se revela insuficiente. No pedido, os interessados deverão indicar os factos relevantes ao preenchimento da circunstância legal motivante (de entre as que se encontram legalmente tipificadas no artigo 106, *comma* 3, alínea d) 1 do *TUF*)<sup>405</sup> e dos seus efeitos sobre a contrapartida, se conhecidos. O pedido dos interessados é imediatamente divulgado ao mercado. Após apreciação do pedido, a *Consob* tomará uma decisão fundamentada quanto à abertura do procedimento de revisão da contrapartida e, quando decidindo no sentido da abertura, ao oferente e pessoas que com ele atuem em

---

de mercado encontra-se prevista no artigo 106, *comma* 3, alínea c) 1 do *TUF* e no artigo 47-*quater* do *Regolamento emittenti*, onde são apresentados uma série de indícios de manipulação e os critérios objectivos subsidiários para determinar a contrapartida equitativa. No sentido inverso, dispõe 47-*septies*, prevendo a manipulação de mercado como fundamento para a subida do valor da contrapartida proposto pelo oferente. Por último, encontra-se prevista, prevista no artigo 106, *comma* 3, alínea c) 1 do *TUF* e no artigo 47-*quinqies* do *Regolamento emittenti*, como circunstância legal motivante da redução da contrapartida, a aquisição ter sido realizada a preços de mercado e no âmbito de uma gestão ordinária, tendo o preço da operação beneficiado de uma isenção das previstas no *comma* 5 do artigo 106 do *TUF*, *i.e.* quando exista um terceiro controlador (que não o oferente, portanto, exigindo-se prova negativa do domínio e prova positiva do domínio por terceiro) e a aquisição se tenha destinado a, entre os demais previstos: (a) operações de revitalização da sociedade visada; (b) aquisição independente da vontade do adquirente; (c) operação de fusão ou cisão; ou (d) aquisição a título gratuito.

<sup>404</sup> Se no período instrutório especificado no artigo 102, *comma* 4, do *TUF*, a *Consob* entender ser necessário solicitar informações ou documentação adicionais, o procedimento suspender-se-á (por imediata comunicação da *Consob* ao oferente, às pessoas que com ele atuam em concertação), por uma única vez, até à receção (comunicada nos mesmos termos) das informações ou documentos solicitados, tendo o oferente de prover a *Consob* com o que lhe for requerido num prazo a determinar por esta, não superior a 15 dias, nos termos do artigo 47-*bis* do *Regolamento emittenti*.

<sup>405</sup> Entre as circunstâncias legais motivantes para o aumento da contrapartida, encontram-se (i) acordos de aquisição por preço superior; (ii) simulação; e (iii) manipulação. O caso de acordos de aquisição por preço superior, previsto no artigo 106, *comma* 3, alínea d) 1 do *TUF* e no artigo 47-*septies* do *Regolamento emittenti*, dizendo respeito às aos casos em que o oferente ou as pessoas que com ele atuam em concertação concordaram pagar um valor mais elevado para a aquisição de valores de uma determinada categoria. Assim, poderá a *Consob* rever a contrapartida para valores mobiliários dessa categoria para esse preço. A situação de simulação (*conluio*), prevista no artigo 106, *comma* 3, alínea c) 1 do *TUF* e no artigo 47-*octies* do *Regolamento emittenti*, diz respeito ao aumento do preço proposto quando o valor da contrapartida proposta resultou de um acordo de simulação com vista justamente motivar uma contrapartida mais baixa no âmbito da oferta, aplicando-se o preço do negócio dissimulado. À situação de manipulação de mercado, prevista no artigo 106, *comma* 3, alínea d) 1 do *TUF* e no artigo 47-*novies* do *Regolamento emittenti*, já fizemos referência *supra*.

concertação são concedidos cinco dias para juntar documentação e considerações escritas. A *Consob* tomará uma decisão fundamentada até ao encerramento da oferta<sup>406</sup>.

\*\*\*

IX. Após este breve escurso pelos sistemas de controlo da contrapartida, estamos em condições de formular algumas conclusões. Do exposto resulta que, não obstante a adoção pelo ordenamento jurídico alemão do sistema de ausência de controlo administrativo da contrapartida mínima, os critérios e exigências quanto ao valor da contrapartida são muito semelhantes àqueles que surgem no sistema de controlo administrativo do preço da OPA<sup>407</sup> (e, como veremos, nos sistemas de controlo nacional), incluindo na inserção do princípio da igualdade entre os acionistas<sup>408</sup>, o que não é de estranhar, porquanto ambos foram conformados pelas disposições da Diretiva 2004/25/CE.

Nos países em análise é a autoridade de supervisão quem tem competência para emitir um juízo de não equidade sobre a contrapartida e determinar as eventuais alterações ao valor daquela. Tal acontecerá quando se revelar necessário proceder ao ajustamento da contrapartida, nomeadamente, quando verifique que o oferente não cumpriu as exigências legais neste domínio ou que o preço não é equitativo. Por outro lado, a autoridade de supervisão poderá mesmo propor o valor da contrapartida, quando esta não for suscetível de ser determinada com recurso aos critérios estabelecidos. Nestes casos, a autoridade de supervisão «deve actuar segundo critérios de legalidade e não de mérito, impondo-se o poder de ajustamento ou alteração se baseie em critérios claramente determinados pela lei»<sup>409</sup>. Neste

---

<sup>406</sup> Este prazo não colide com o interesse dos *outsiders* porque os beneficia e não colide com os os interesses do oferente porque ele se encontra vinculado à contrapartida proposta. Se no período instrutório especificado no artigo 102, *comma* 4, do *TUF*, a *Consob* entender ser necessário solicitar informações ou documentação adicionais, o procedimento suspender-se-á (por imediata comunicação da *Consob* ao oferente, às pessoas que com ele atuam em concertação), por uma única vez, até à sua receção (comunicada nos mesmos termos), tendo o oferente de prover a *Consob* com o que lhe for requerido num prazo a determinar por esta, não superior a 15 dias, nos termos do artigo 47-*bis* do *Regolamento emittenti*.

<sup>407</sup> Também assim, PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 56, destacando que se encontra nesta situação, o sistema alemão, cuja *BaFin* não tem competência «para emitir qualquer juízo sobre a justiça ou correcção ao do montante da contrapartida ou peço proposto pelo oferente».

<sup>408</sup> Destacando o princípio da igualdade de tratamento aos accionistas no *WpÜG* como um dos seus principais princípios, ANDREAS LOHNER e GERALD SCHUMANN, *Public Takeovers in Germany*, Baker & Mc.Kenzie, 2012, p. 8, disponível em [www.bakermckenzie.com](http://www.bakermckenzie.com).

<sup>409</sup> PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 58.

sentido, destacou Pedro Costa Gonçalves<sup>410</sup>, no que diz respeito ao exercício do poder de ajustamento (*ius variandi*) ou na fixação do preço oferecido parece que as autoridades de supervisão estão limitadas pelos critérios legais objetivamente estabelecidos, só podendo proceder à alteração e fixação do preço quando se verificarem determinadas circunstâncias nos com base em critérios concretos.

Nos ordenamentos jurídicos analisados, as circunstâncias estabelecidas para o exercício do *ius variandi* foram essencialmente excecionais. Os principais fundamentos dessas circunstâncias residem no facto de o valor da contrapartida não configurar um valor equitativo, por existir (i) risco de manipulação do valor da contrapartida (como acontece no caso de a contrapartida estabelecida com base na *highest price rule*, resultando de uma negociação particular do oferente com pessoas que com ele atuem em concertação), (ii) um acontecimento excecional, ou ainda (iii) no facto de outros interesses se sobrepor ao estabelecimento de uma contrapartida equitativa, como no caso de a OPA se inserir num procedimento de saneamento da sociedade pelo oferente<sup>411</sup>. Por outro lado, nos ordenamentos jurídicos analisados, os legisladores nacionais estabeleceram critérios objetivos de cálculo da contrapartida, quer no exercício do *ius variandi*, quer na fixação administrativa da contrapartida.

### 2.2.3. *Sistema de controlo adotado no ordenamento jurídico nacional e diretrizes para apreciação e fixação administrativas da contrapartida.*

X. Vimos que Diretiva 2004/25/CE determina no artigo 5.º, n.º 4 que «[o]s Estados-Membros podem autorizar as autoridades de supervisão a alterar o preço referido no primeiro parágrafo em circunstâncias e de acordo com critérios claramente

---

<sup>410</sup> PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 58.

<sup>411</sup> Na realidade, esta exceção é muito interessante, pelos interesses que simultaneamente têm de ser tutelados. O legislador dos Estados-Membros (com permissão expressa do legislador europeu) estabeleceu que os acionistas pudessem não receber um preço «tão» equitativo quando o objetivo fosse recuperar a sociedade. Na realidade, ao aceitarem a OPA, eles poderão não receber um valor tão alto quanto estariam à espera, mas vêem o risco de insolvência ser afastado da sua esfera jurídica, mediante a recuperação do seu investimento. Contudo, rejeitando a OPA e mantendo-se na sociedade, os acionistas *outsiders*, embora assumindo os riscos inerentes da nova gestão e do novo controlador — recorde-se, inclusivamente, que na qualidade de acionistas, eles são credores subordinados —, poderão a vir beneficiar da recuperação económica da sociedade, por exemplo, na integração de um grupo económico de relevo no mercado de capitais em questão.

determinados»<sup>412</sup>. No âmbito do ordenamento jurídico nacional, o controlo da contrapartida, que pode ser apresentada em numerário e / ou valores mobiliários, tem lugar antes do pedido de registo, ou seja, imediatamente após a publicação do anúncio preliminar (artigo 176, n.º 1, alínea *d*) do CVM)<sup>413</sup>. Quando a contrapartida for apresentada em dinheiro, o artigo 177.º, n.º 2 do CVM determina que o oferente deverá, previamente ao registo da oferta, depositar o montante total<sup>414</sup> em instituição de crédito ou apresentar garantia bancária adequada<sup>415</sup>. Já

---

<sup>412</sup> Este critério determina, estabelece a Diretiva que poderá ser criada uma «lista de circunstâncias» para alteração do preço, «tanto no sentido da sua subida como descida».

Por outro lado, permite ainda a Diretiva a definição pelos Estados-Membros de critérios para apurar a contrapartida equitativa, como (i) o valor médio de mercado ao longo de um determinado período; (ii) o valor de liquidação da sociedade ou (iii) outros critérios objetivos de avaliação geralmente utilizados na análise financeira.

<sup>413</sup> Embora o comprovativo do oferente de que está em condições de entregar a contrapartida apenas seja apreciado em sede de registo da OPA. Na exposição motivos do anteprojeto de transposição da Diretiva das OPAs (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), afirmou a CMVM que «relativamente ao princípio segundo o qual o oferente deve assegurar que está em condições de satisfazer integralmente qualquer contrapartida em numerário, cabe referir que o regime atual apenas exige que o comprovativo da contrapartida se faça em sede de instrução do pedido de registo (artigo 177.º, n.º 2, e 179.º, alínea *b*)). Não se ignorou a questão de saber se este comprovativo/declaração deveria ocorrer logo com a publicação do anúncio preliminar ou se é de manter o atual sistema. Porém, não é proposta qualquer alteração ao regime vigente assente quer no princípio da estabilidade da oferta, quer no facto de os oferentes conhecerem os deveres a que ficam sujeitos quando se constituem no dever de lançamento de OPA, seja voluntária ou obrigatória, em que a contrapartida e todos os seus aspetos merecem especial destaque no regime deste tipo de oferta pública». Recorde-se que o depósito em instituição de crédito da contrapartida em dinheiro ou constituição de garantia bancária tem lugar antes do pedido de registo da OPA (artigo 179, alínea *b*)), devendo o oferente entregar também antes daquele pedido o projeto de anúncio de lançamento e do projeto de prospeto à sociedade visada e à entidade gestora dos mercados em causa, bem como à CMVM (artigo 179, alínea *a*)).

<sup>414</sup> Cumpre compreender se poderá o oferente furtar-se a depositar o montante total quando existam acionistas que previamente renunciem à aceitação da OPA e quais as suas consequências. No anúncio de lançamento da OPA obrigatória lançada sobre a Imobiliária Construtora Grão Pará, SA por Abel Saturnino S. de Moura Pinheiro, de 10.09.2009, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), pode ler-se que «a quantidade máxima de valores mobiliários que o Oferente se propõe adquirir é de 422.048 (quatrocentas e vinte e duas mil e quarenta e oito) Acções da Grão-Pará, dado que o Oferente detém directamente 34.288 (trinta e quatro mil, duzentas e oitenta e oito) Acções e as entidades a seguir identificadas declararam à CMVM que não irão alienar o seguinte número de Acções no âmbito da Oferta, tendo procedido ao correspondente bloqueio: (...)». O n.º 3 do artigo 72.º o CVM apresenta a definição legal de bloqueio: «(...) consiste num registo em conta, com indicação do seu fundamento, do prazo de vigência e da quantidade de valores mobiliários abrangidos». De facto, o bloqueio pode, nos termos da alínea *a*) do n.º 2 do artigo 72.º, ser realizado por requerimento do titular, ficando a entidade registadora proibida de transferir os valores mobiliários bloqueados no n.º 4. Deste modo fica prejudicada a situação em que, após rejeitar a oferta (e em virtude, o oferente não depositar garantia para aquisição desses valores), o acionista *outsider* transmitisse as suas ações, comprometendo a posição dos acionistas adquirentes das suas ações e o efeito útil da OPA obrigatória em geral. Porém, deve-se destacar que esta renúncia pelo *outsider* pode acabar por se revelar extremamente gravosa para si, perante a situação de ser lançada uma OPA concorrente, uma vez que os seus valores se encontram bloqueados. Ficará na discricionariedade da entidade registadora o levantamento do bloqueio, e uma vez que a oferta inicial ainda não termina (terminando em simultâneo com a OPA concorrente), poderá ver prejudicado o seu direito à venda no seio da OPA concorrente.

<sup>415</sup> Sobre a garantia bancária, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, 4.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 757 e ss..

Questão interessante seria a de saber se a celebração de um contrato de depósito *escrow* com a instituição de crédito pelo oferente permitiria cumprir com estes requisitos. Sobre este, vide JOÃO TIAGO MORAIS ANTUNES, *Do contrato de depósito escrow*, Coimbra, Almedina, 2005 e MANUEL SEQUEIRA, «Depósito *Escrow* — um contributo para o seu estudo», in *Temas de Direito Bancário II* — Cadernos O Direito, n.º 9, 2014, pp. 179-262.

quando a contrapartida consistir em valores mobiliários, estes devem ter adequada liquidez e ser de fácil avaliação, nos termos do n.º 3 daquele preceito. Quando esses valores mobiliários oferecidos como contrapartida, que já tenham sido emitidos, devem ser registados ou depositados à ordem do oferente em sistema centralizado ou junto de intermediário financeiro, procedendo-se ao seu bloqueio<sup>416</sup>.

Deixando para já de parte os casos de controvérsia sobre o valor da contrapartida<sup>417</sup>, poderão existir casos em que essa contrapartida não é suscetível de ser determinada com base nos critérios estabelecidos no n.º 1 do artigo 188.º do CVM<sup>418</sup>. Um caso típico será aquele em que os valores mobiliários não tenham sido objeto de qualquer transação nos últimos seis meses ou quando as ações da sociedade visada não estejam admitidas a mercado regulamentado. Pode também a CMVM entender<sup>419</sup> que a contrapartida proposta pelo oferente não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa, por ser insuficiente ou excessiva, situação prevista na primeira parte do n.º 2 do artigo 188.º do CVM, tendo nestes casos o poder de designar um auditor independente para fixar a contrapartida mínima da oferta.

#### *2.2.3.1. Diretrizes para apreciação da contrapartida: princípios da equidade e justificação da contrapartida.*

---

<sup>416</sup> Chamamos a atenção para que, nos termos do artigo 15.º do Regulamento da CMVM 3/2006, quando a contrapartida inclua valores mobiliários a emitir por entidade diferente do oferente, este deve assegurar a emissão dos valores que compõem a contrapartida da OPA antes do registo da mesma. Neste caso, os anúncios preliminar e de lançamento da OPA cuja contrapartida consista em valores mobiliários que não sejam emitidos pelo oferente devem também indicar os elementos referidos no artigo 176.º e no n.º 1 do artigo 183.º-A do CVM, respeitantes ao emitente e aos valores mobiliários por este emitidos ou a emitir.

<sup>417</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, em «Concertação...cit., p. 18 [11-49], destacando que «[e]ste valor não se confunde com o chamado «valor de balanço» que resulta da aplicação das regras contabilísticas da gestão corrente e que muitas vezes não corresponde à realidade em consequência das práticas de «contabilidade criativa».

<sup>418</sup> Neste sentido, JORGE BRITO PEREIRA, *Opa Obrigatória*, Coimbra, Almedina, 1998, p. 356, relativamente ao regime do anterior Cód.MVM. O regime da contrapartida já se encontrava previsto no artigo 528.º, n.º 6, Cód.MVM.

<sup>419</sup> Trata-se de um júzo realizado pela CMVM, no qual terá de respeitar, desde logo, o dever de imparcialidade, constante do artigo 9.º do CPA e que obriga a que enquanto entidade administrativa, «deve ponderar, nas suas opções, todos os interesses juridicamente protegidos e envolvidos no caso concreto, mantendo-se equidistante em relação a interesses particulares». MÁRIO ESTEVES DE OLIVEIRA, PEDRO COSTA GONÇALVES e J. PACHECO DE AMORIM, *Código do Procedimento Administrativo Comentado*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, p. 107, reportando-se ao artigo 6.º do anterior CPA.

XI. Optando a CMVM, nos termos do n.º 2 do artigo 188.º do CVM, por designar um auditor independente para fixar a contrapartida mínima da oferta, deverão ser observados os critérios gerais a que deve ser submetida a contrapartida da OPA obrigatória previstos naquele preceito: esta tem de ser *justificada* e *equitativa*, sendo estes requisitos adicionais face ao requisito geral do limiar mínimo estabelecido pelo n.º 1 do artigo 188.º do CVM<sup>420</sup>. Torna-se pois então necessário densificar estes conceitos indeterminados, em especial, o que se entenderá por «justificada» ou «equitativa». Na versão inicial do CVM, estes conceitos não se encontravam de modo nenhum densificados pelo legislador.

(a) *Critérios norteadores do controlo da contrapartida: equidade da contrapartida. Valor e natureza.*

XII. O conceito de equidade da contrapartida convoca as ideias de «igualdade» e «justiça» para o seio da contrapartida. Neste sentido, como ponto de partida, poder-se-á dizer que a contrapartida deve ser igual (num plano de comparação com os demais acionistas) e justa (num plano mais objetivo), para que todos os acionistas recebam em proporção ao que detêm na sociedade. Procura-se um valor aproximado ao *fair market value*<sup>421</sup>, i.e. «*the net amount that a [hipotético] willing purchaser, whether individual or a corporation, would pay for the interest to a [hipotético] willing seller, neither being under any compulsion to buy or to sell and both having reasonable knowledge of the relevant facts*». Contudo, o conceito de contrapartida equitativa tem origem no n.º 4 do artigo 5.º da Diretiva 2004/25/CE, onde se prescreve, noutra perspetiva, que por preço equitativo dever-se-á entender o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente ou pelas pessoas que com ele

---

<sup>420</sup> Esta solução nacional foi diferente da estabelecida na Diretiva. O preceito deve ser lido em consonância com o artigo 5.º, n.º 4 da Diretiva 2004/24/CE, que estabelece que, «[p]or preço equitativo entende-se o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele actuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a doze meses, que preceda a oferta prevista no n.º 1». Ou seja, enquanto o legislador nacional estabelece que este limiar mínimo deve ser um requisito para a legalidade da contrapartida, antes ainda de se apurar da sua equidade, o legislador europeu situa estes valores no plano da equidade.

<sup>421</sup> Sobre este, SHANNON P. PRATT, «Overview of Business Valuation Discounts and Premiums and the Bases to Which They are Applied», in *Shannon Pratt Valuations*, 1.ª edição, p. 10, disponível em [www.shannonpratt.com](http://www.shannonpratt.com), de onde retirámos a definição citada.

atuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a doze meses, que preceda a OPA obrigatória<sup>422</sup>.

XIII. No âmbito do CVM, no que respeita ao conceito de contrapartida equitativa, o legislador forneceu algumas pistas, através da alteração do artigo 188.º operada pelo Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que procedeu à transposição para o Direito nacional da Diretiva 2004/25/CE e que aditou os n.ºs 3 e 4 do preceito do CVM, exigindo que a equidade opere a dois níveis: tanto quanto ao valor e como quanto à forma da contrapartida<sup>423</sup>. Quanto à forma, a Diretiva 2004/25/CE estabeleceu no n.º 5 do artigo 5.º que a contrapartida da OPA obrigatória poderá revestir numerário ou valores mobiliários, sendo obrigatória uma alternativa em numerário se os valores mobiliários não estiverem admitidos em mercado regulamentado, ou, estando, não sejam líquidos. Esta será também obrigatória quando o sócio, ou as pessoas que com ele atuem em concertação, «tiverem adquirido em numerário valores mobiliários que representem 5% ou mais dos direitos de voto na sociedade visada, num período que se inicie em simultâneo com o período fixado pelo Estado-Membro nos termos do n.º 4 e que termine no momento do termo do prazo de aceitação da oferta»<sup>424</sup>.

---

<sup>422</sup> Tem pois sido destacado que o estabelecimento do valor mínimo tem por objetivo assegurar que o direito de saída dos acionistas *outsiders* é exercido nas mesmas condições que a dos acionistas que transmitiram a posição de domínio (ou nos que cederam as participações que permitiram a aquisição do domínio *ex novo* pelo oferente), nomeadamente pela distribuição do prémio de controlo. Assim, reportando-se ao Direito nacional, por exemplo, MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 218 ou ANA SÁ COUTO, «Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA», in *Caderno dos Valores Mobiliários*, n.º 25, 2006, p. 71 [70-78] e no direito estrangeiro PAUL DAVIES, EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, EMILIE VAN DE WALLE DE GHELCKE, *The Takeover Directive as a Protectionst Tool?*, ECGI Working Paper n.º 141/2010, 2010, p. 16.

<sup>423</sup> Isso mesmo resulta dos considerandos iniciais da Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro.

<sup>424</sup> A Diretiva 2004/25/CE determina que, caso o Estado-Membro não prescrevesse a obrigatoriedade de a oferta conter sempre uma alternativa em valores mobiliários, o oferente deverá propor, pelo menos como alternativa, uma contrapartida em numerário quando ele próprio ou quaisquer pessoas que com ele atuem em concertação tiverem adquirido em numerário valores mobiliários que representem 5% ou mais dos direitos de voto da sociedade visada, num período que se inicie em simultâneo com o período fixado pelo Estado-Membro (não inferior a seis e não superior a doze meses, que preceda a oferta) nos termos do n.º 4 e que termine no momento do termo do prazo de aceitação da oferta. Várias foram as soluções que sucederam da transposição operada nos Estados-Membros.

Em Itália procedeu-se praticamente a uma transposição expressa do regime da Diretiva. O artigo 106, *comma 2-bis* do TUF determina que a contrapartida poderá ser total ou parcialmente estabelecida em valores mobiliários, sendo que deverá obrigatoriamente ser apresentada uma contrapartida em dinheiro quando (i) os valores oferecidos não se encontrem admitidos num mercado regulamentado de um Estado-Membro, ou (ii) o oferente ou pessoas que com ele atuem em concertação tenham adquirido valores mobiliários que representem 5% ou mais dos direitos de voto na sociedade visada em numerário.

A forma da contrapartida no âmbito de uma OPA foi regulada pelo legislador alemão no *WpÜG* através de uma técnica diferente da apresentada no regime nacional, embora mais semelhante à do regime italiano. Aqui, pode ser proposta em numerário (devendo ser em euros) ou em valores mobiliários com liquidez que sejam trocados admitidos à negociação em mercado regulamentado. Contudo, nestes casos, o legislador remete para os critérios definidos no § 5 do regulamento da *WpÜG* e (que abordaremos adiante), os quais deverão ser aplicáveis *mutatis*



XIV. Por outro lado, a Diretiva permitia ainda aos Estados membros tornar obrigatória uma alternativa em numerário em todos os casos<sup>425</sup> — era o que acontecia no anterior Cód.MVM. Aqui o legislador nacional aderiu aos argumentos que «pugnam por um mercado de controlo mais flexível e eficiente»<sup>426</sup> e optou por uma solução mais flexível, tendo, através do referido Decreto-Lei n.º 219/2006, aditado o n.º 5 do artigo 188.º do CVM<sup>427</sup>, que prescreve duas regras quanto à forma da contrapartida em valores mobiliários. Assim, a contrapartida pode consistir em valores mobiliários<sup>428</sup>, se estes forem do mesmo tipo

---

*mutandis* na determinação da contrapartida em valores mobiliários (§ 7 do regulamento da *WpÜG* e). De acordo com o § 31, III do *WpÜG*, o oferente deverá propor uma contrapartida em numerário no caso de ter adquirido (ou quem com ele atue em concertação), com pagamento da contrapartida em numerário, pelo menos 5% do capital ou direitos de voto nos seis meses anteriores ao anúncio, nos termos do 10, III, 1. Os valores oferecidos na contrapartida deverão, em qualquer caso, conferir ao seu titular direitos de voto, nos termos § 31, II do *WpÜG*.

A solução portuguesa está, no entanto, dentro dos cânones constituídos na Diretiva 2004/25/CE. Pode ler-se nos considerando iniciais da Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que «[q]uanto à forma da contrapartida, a Directiva estabelece que pode revestir numerário ou valores mobiliários, sendo obrigatória uma alternativa em numerário se os valores mobiliários não estiverem admitidos em mercado regulamentado. A Directiva também permite aos Estados-Membros tornar obrigatória uma alternativa em numerário em todos os casos. Neste aspecto, o legislador sopesou os argumentos que preconizam uma maior defesa dos pequenos accionistas com aqueles que pugnam por um mercado de controlo mais flexível e eficiente. A solução apresentada no artigo 188.º do Código dos Valores Mobiliários estabelece que a contrapartida pode consistir apenas valores mobiliários de comprovada liquidez, excepto se o oferente tiver, no período anterior ao lançamento da oferta, adquirido acções da visada, caso em que é obrigatória uma alternativa em numerário».

<sup>425</sup> Tal foi o que sucedeu no Reino Unido, que na *rule 9.5 (a)* do *Takeover Code* se proscreeve que a oferta deve ser sempre acompanhada de uma contrapartida alternativa em dinheiro igual ao preço mais alto pago pelo oferente ou por pessoas que com ele atuam em concertação (*acting in concert*) na aquisição de acções ou direitos a adquiri-las. PETER BURBIDGE, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, p. 581 [571-604], exemplifica esta situação com *call options* sobre as acções.

<sup>426</sup> Preâmbulo do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro.

<sup>427</sup> Como foi notado no relatório final da consulta pública n.º 11/2005 sobre o anteprojeto de diploma de transposição da Diretiva das OPAs, de Janeiro de 2006 e disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), «o alargamento da permissividade quanto à natureza da contrapartida abriria certamente a possibilidade de entrega de *junk bonds* e de outros valores mobiliários de rendibilidade duvidosa».

<sup>428</sup> Neste caso, estaremos perante uma troca e não perante uma aquisição. Não cabe aqui determinar se o conceito de troca de valores mobiliários para efeitos do Direito dos Instrumentos Financeiros exige que a contrapartida integre apenas valores mobiliários, até porque tal definição não terá influência no regime da contrapartida. Por curiosidade, note-se que, para efeitos de Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas — aprovado pelo Decreto-Lei n.º 442-B/88, de 30 de Novembro, na redação conferida pela Lei n.º 2/2014, de 16 de Janeiro (posteriormente corrigida pela Declaração de Retificação n.º 18/2014, de 13 de Março) —, o conceito de permuta de participações sociais não exige que apenas sejam entregues participações, podendo a contrapartida ser composta pelos valores mobiliários e uma limitada soma em dinheiro: nos termos do artigo 73.º, n.º 5, considera-se permuta (troca) de partes sociais, numa aceção própria, «a operação pela qual uma sociedade (sociedade adquirente) adquire uma participação no capital social de outra (sociedade adquirida), que tem por efeito conferir-lhe a maioria dos direitos de voto desta última, ou pela qual uma sociedade, já detentora de tal participação maioritária, adquire nova participação na sociedade adquirida, mediante a atribuição aos sócios desta, em troca dos seus títulos, de partes representativas do capital social da primeira sociedade e, eventualmente, de uma quantia em dinheiro não superior a 10 % do valor nominal ou, na falta de valor nominal, do valor contabilístico equivalente ao nominal dos títulos entregues em troca».

do que os visados na oferta e estiverem admitidos ou forem da mesma categoria de valores mobiliários de comprovada liquidez admitidos à negociação em mercado regulamentado. Já no que respeita à proposta alternativa em numerário, esta obrigatoriedade dependerá de o oferente e pessoas que com ele estejam em alguma das situações do n.º 1 do artigo 20.º do CVM terem ou não, nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta, adquirido quaisquer ações representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro. Se tal tiver acontecido, a apresentação de uma contrapartida equivalente em dinheiro é obrigatória<sup>429</sup>. Esta regra não tem apenas por objetivo providenciar os destinatários com as mesmas condições que os anteriores alienantes tiveram. Visa também prevenir que a tomada de sociedade seja feita à custa de terceiros, pela proposta de contrapartida com ações do oferente<sup>430,431</sup>.

XV. Na transposição do n.º 4 do artigo 5.º, e diferentemente da solução adotada na Diretiva, o legislador nacional estabeleceu uma densificação do conceito pela negativa, integrando estas circunstâncias de alteração da contrapartida ainda no conceito de contrapartida equitativa, e estabelecendo três presunções *iuris tantum* de não equidade do valor da contrapartida nas alíneas no n.º 3 do artigo 188.º do CVM. Verificadas as presunções, a CMVM formulará um juízo de não equidade da contrapartida proposta pelo oferente e

---

<sup>429</sup> Já no âmbito do Cód.MVM, JOSÉ MIGUEL JÚDICE / MARIA LUÍSA ANTAS / ANTÓNIO ARTUR FERREIRA / JORGE BRITO PEREIRA, *Ofertas Públicas de Aquisição...* cit., p. 40, em anotação ao artigo 528.º do Cód.MVM, na nota n.º 3, propunham uma alteração legislativa, no sentido de «admitir, para certos tipos de situações, a não obrigatoriedade de estipulação de alternativa em dinheiro quando os interesses do mercado não imponham a obrigatoriedade e os interesses societários justifiquem a isenção», sujeita a «um apertado controle por parte da CMVM como forma de evitar eventuais abusos». A solução do CVM quanto a este aspeto parece ser uma solução equilibrada, protegendo os interesses carecidos de proteção.

<sup>430</sup> PAULO CÂMARA, *Direito dos Valores Mobiliários...* cit., pp. 649 e 650, destacando que a solução nacional pode ter ido longe demais.

<sup>431</sup> Em Espanha, a natureza da contrapartida encontra-se prevista n.º 1 do artigo 14.º do *Real Decreto* 1066/2007, permitindo-se que a contrapartida seja oferecida, em valores mobiliários<sup>431</sup> ou de forma mista, desde que se assegure «la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias». Com este objetivo, o n.º 2 estabelece as situações em que a contrapartida deverá ser acompanhada pelo montante em numerário equivalente, nomeadamente, em respeito pelo 3.º parágrafo do n.º 5 do artigo 5.º da Diretiva 2004/25/CE, quando o oferente ou quaisquer pessoas que com ele atuem em concertação tiverem adquirido em numerário valores mobiliários que representem 5 % ou mais dos direitos de voto da sociedade visada.

Quando seja proposta uma contrapartida que integre valores mobiliários a emitir pelo oferente, deverá ser deliberada a emissão desses valores pelo órgão de administração na mesma reunião em que for deliberado o lançamento da OPA, bem como a convocação da assembleia geral (*junta general*) da sociedade para deliberar sobre a emissão daqueles valores. Caso a contrapartida seja totalmente constituída por valores mobiliários (caso em que se tratará de uma oferta de troca), as condições da oferta deverão ser claras quanto à natureza, valor e características dos valores oferecidos, bem como as proporções de troca.

poderá, nos termos do artigo 188.º, n.º 4 do CVM, nomear um auditor para fixar o valor mínimo daquela<sup>432</sup>.

Na alínea *a*) do n.º 3 do artigo 188.º, foi estabelecido como presunção de contrapartida não equitativa o caso em que preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante através de negociação particular, no período temporal de *seis meses anteriores à publicação do anúncio preliminar* (previsto no n.º 1 do artigo 188.º e para o qual o n.º 3 implicitamente remete)<sup>433</sup>, como o período relevante para apurar o valor mínimo que deverá ter a contrapartida<sup>434</sup>. A presunção de inequidade da contrapartida, inspirada na Diretiva, deriva de os acionistas poderem controlar o preço a que adquirem os valores mobiliários da sociedade visada — existe *um risco de desvirtuação* do valor<sup>435</sup> —,

---

<sup>432</sup> Adiante analisaremos as características deste sistema de controlo da contrapartida. Neste momento, concentramo-nos na definição de contrapartida equitativa.

<sup>433</sup> Ao contrário do anterior artigo 528.º, n.º 3 do Cód.MVM, que não regulava os casos em que o oferente (adquirente) e os acionistas da sociedade visada (alienantes) efetuavam transações após a publicação do anúncio preliminar e, portanto, havia uma lacuna quanto a saber se o preço destas transações deveria ser tomada em conta para efeitos do limite mínimo da contrapartida da oferta, no CVM esta questão foi resolvida com a introdução da alínea *b*) do n.º 3 do artigo 188.º do CVM. Resulta agora claro que existindo transações bilaterais entre o adquirente e os alienantes através de negociação particular, que originem o montante mais elevado estabelecido pela contrapartida, ainda que na pendência da oferta, a contrapartida da OPA obrigatória se presume não equitativa. Isto obrigaria a CMVM a rever a contrapartida sempre que houvesse transações mediante negociação particular no âmbito da oferta.

Para uma análise da contrapartida ao abrigo do anterior regime do Cód.MVM, JOSÉ MIGUEL JÚDICE / MARIA LUÍSA ANTAS / ANTÓNIO ARTUR FERREIRA / JORGE BRITO PEREIRA, *Ofertas Públicas* ... cit., pp. 36 e ss.. Note-se, ainda, que no âmbito do Código das Sociedades Comerciais, versão inicial, não existia nas regras que previam o regime jurídico da OPA (artigos 306.º a 315.º) quaisquer limitações à estipulação da contrapartida da OPA obrigatória.

<sup>434</sup> Foi justamente com base nesta alínea que no dia 2 de Março de 2007, foi comunicado (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)) que o «Conselho Directivo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) deliberou solicitar à Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (OROC) a nomeação de um auditor independente para proceder à fixação da contrapartida mínima da oferta pública de aquisição preliminarmente anunciada pela Vertex, SGPS, SA sobre as acções representativas do capital social da TVI – Televisão Independente, SA.», pois «esse preço resultou de uma única aquisição decorrente de negociação particular de acções da TVI efectuada por uma entidade relacionada com a Vertex nos termos do artigo 20.º, n.º 1 do Código dos Valores Mobiliários». A contrapartida inicialmente proposta, resultante de negociação particular, era de 6,85 € por acção (cfr anúncio preliminar de 06.02.2007, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), tendo sido estabelecida em 26,09 € por acção. Cf. pp. 11 e 12, do prospecto publicado em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) a 20.07.2007, no qual se destacou que a propósito da última contrapartida proposta que «a contrapartida oferecida é superior em 96,61% ao valor contabilístico dos capitais próprios da Sociedade Visada, que, por referência a 31 de Dezembro de 2006, ascende a € 174.678.675 (cento e setenta e quatro milhões seiscentos e setenta e oito mil seiscentos e setenta e cinco euros), a que corresponde um valor por acção de €13,27.

<sup>435</sup> No âmbito da OPA obrigatória sobre as acções representativas do capital social da TVI – Televisão Independente, SA, preliminarmente anunciada em 06.02.2007 pela Vertex - S.G.P.S., S.A. (comunicado disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), foi proposta uma contrapartida de € 6,85. Posteriormente, a CMVM deliberou e comunicou ao mercado, a 02.03.2007 (comunicado disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), que uma vez que esta contrapartida se baseava num acordo entre adquirente e alienante, se presume não equitativa nos termos do artigo 188.º, n.º 3, pelo que iria proceder à nomeação de um auditor independente para proceder à fixação da contrapartida mínima, o qual, segundo o comunicado da CMVM de 25.06.2007 (comunicado disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), a fixou em € 26,09 por acção.

nomeadamente, através da aquisição a pessoas que com ele estabeleçam relações nos termos do artigo 20.º do CVM, permitindo situações de manipulação do preço mais alto, em especial quando não existirem mais transações dos valores mobiliários da sociedade visada nos anteriores seis meses<sup>436</sup>.

Adicionalmente, se os valores mobiliários em causa apresentarem liquidez reduzida (que é uma das consequências da concentração acionista) por referência ao mercado regulamentado em que estejam admitidos à negociação — implicando essa escassa liquidez pouca representatividade<sup>437</sup> —, nos termos da alínea b) do n.º 3 do artigo 188.º do CVM, estaremos perante mais um caso em que essa contrapartida será presumida como não equitativa. Trata-se de um critério que muito tem sido utilizado pela CMVM para justificar a nomeação de um auditor independente, atendendo ao risco de se gerarem situações de manipulação do mercado<sup>438</sup>. Acaba desta forma por se encontrar intimamente relacionada com outro dos exemplos fornecidos pela Diretiva de circunstâncias em que poderá ser alterado o valor da contrapartida.

Finalmente, também existirá essa presunção de não equidade nos casos em que a contrapartida tiver sido fixada com base no preço de mercado dos valores mobiliários em causa e aquele (ou outro mercado regulamentado em que estes estejam admitidos) tiver sido afetado por acontecimentos excepcionais (alínea c) do n.º 3 do artigo 188.º do CVM). Pode questionar-se o que se entende por «acontecimentos excepcionais», devendo entender-se que a

---

<sup>436</sup> Note-se que é inclusivamente estabelecido, no artigo 138.º, n.º 1, alínea f) do CVM, a obrigatoriedade de divulgação pelo oferente das transações sobre os valores mobiliários da mesma categoria dos que são objecto da oferta que tenham sido adquiridos nos seis meses anteriores pelo oferente ou por alguma das pessoas que com este estejam em alguma das relações previstas do no artigo 20.º, com indicação das datas de aquisição, da quantidade e das contrapartidas daquelas, sob pena de responsabilidade nos termos dos artigos 149.º a 153.º do CVM. Sobre a responsabilidade pelas informações contidas no prospecto, vide PAULO CÂMARA, *Direito dos Valores Mobiliários...* cit., pp. 706 e ss. e no âmbito do anterior Cód.MVM, RITA AMARAL CABRAL, «A Responsabilidade por Prospecto e a Responsabilidade Pré-Contratual — Anotação ao Acórdão do Tribunal Arbitral, de 31 de Março de 1993», in *ROA*, ano 55, 1995, pp. 191-223, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt).

<sup>437</sup> Atende-se ao comunicado da CMVM emitido a 17 de Fevereiro de 2009 (e disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), em que informou que solicitou à OROC a nomeação de auditor independente para fixação do valor mínimo da contrapartida a oferecer na OPA obrigatória sobre as ações representativas do capital social da Imobiliária Construtora Grão-Pará, S.A, preliminarmente anunciada a 4 de Fevereiro de 2009, justificando com «*facto de pelo facto da contrapartida resultante da aplicação do critério do preço médio ponderado apurado em mercado regulamentado não ser equitativa, uma vez que os valores mobiliários em causa apresentam liquidez reduzida por referência ao mercado regulamentado em que estão admitidos à negociação*».

<sup>438</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação...cit., p. 20 [11-48], explica que com a concentração, o mercado fica mais reduzido, perdendo liquidez e tornando-se vulnerável à manipulação de cotações, as quais passam a sofrer «oscilações inexplicáveis», tornando-se as subidas e descidas «bruscas e excessivas, as altas e as baixas agravam-se e prolongam-se irracionalmente».

afetação do mercado por estes acontecimentos terá lugar quando o impedirem de desempenhar o seu funcionamento *normal* (eficiente e competitivo)<sup>439</sup>.

XVI. Nesta sede, importa ainda recuperar o se afirmou noutra local<sup>440</sup>, quanto ao artigo 20.º do CVM. É que no âmbito da contrapartida da OPA obrigatória, manifestam-se um dos efeitos da tripla funcionalidade do artigo 20.<sup>441</sup> para efeitos do Direito dos Instrumentos Financeiros, a qual foi destacada por João Silva Soares<sup>442</sup>: a imputação para para efeitos jurídicos acessórios ou subsequentes<sup>443</sup>. Repare-se no entanto que, nestes casos, o artigo 20.º não faz a imputação de direitos de voto numa participação social de um sócio, sendo que os critérios definidos são antes utilizados pelo legislador para realizar uma *delimitação subjetiva* que estabelece um efeito jurídico concreto, que se reflete quer no valor da contrapartida, quer

---

<sup>439</sup> A situação de exceção, encontrando-se prevista no artigo 106, *comma* 3, alínea c), 1, do *TUF* e no artigo 47-ter do *Regolamento emittenti*, tem lugar quando se esteja perante um «evento excepcional e imprevisível» que originou um comportamento «temporário e significativo» na cotação do mercado, tendo levado a que o oferente tenha pago um preço demasiado elevado pela aquisição dos valores mobiliários. É definido que o preço «retificado» terá de ser o maior entre (i) preço pago pelo oferente ou pessoas com ele relacionadas antes do período em que a situação excepcional provocou uma deturpação no preço, (ii) a cotação média ponderada nos quinze dias anteriores e posteriores ao período em que o evento excepcional teve impacto na cotação. No ordenamento jurídico italiano, como veremos, esta situação é no entanto regulada no âmbito do procedimento voluntário para redução da contrapartida. Contudo, parece-nos que muito provavelmente, estas situações excecionais terão tendência para levar à redução das cotações de mercado, pelo que poderá ser tomado o critério quando se verificar que o preço calculado nos termos do n.º 1 não é equitativo por ser insuficiente.

<sup>440</sup> MANUEL SEQUEIRA, «OPA Obrigatória — Impacto ... cit., pp. 89-110.

<sup>441</sup> A feitura do artigo 20.º do CVM baseou-se na Diretiva 88/627/CEE, a Diretiva da Transparência, que a qual também realizava uma imputação de direito de votos, desta feita, para a constituição de um dever de comunicação de informações. É por isso que o artigo 20.º surge, no CVM, no Capítulo IV (sobre sociedades abertas), na Secção II — aquela que é dedicada às participações qualificadas, logo após a consagração dos deveres de comunicação das participações, definidos nos artigos 16.º e 17.º. Para um excuro histórico sobre a origem das regras de imputação, vide PAULA COSTA E SILVA, «A Imputação de Direitos de Voto... cit., pp. 408-413, onde PAULA COSTA E SILVA chama a atenção para o facto de as regras de imputação terem sido constituídas inicialmente para efeitos da constituição de obrigações de informação.

<sup>442</sup> JOÃO SOARES DA SILVA, «Algumas Observações em Torno da Tripla ... cit., p. 58 [47-58]. Diferentes eram as coisas no tempo do Código do MVM, onde havia um critério de imputação para efeitos do dever de comunicação de participações qualificadas, à época, denominada de «participação importante» (artigo 346.º) e outro para a determinação dos valores contados como pertencentes ao oferente, que originavam a obrigação de lançamento de OPA (artigo 530.º). Ou seja, nesta altura não existiam os problemas que se verificam hoje, derivados da técnica escolhida pelo legislador para definir o âmbito subjetivo do dever de lançamento da OPA.

Como foi destacado, este artigo, que procede à imputação dos direitos de voto nas participações sociais, determinando, desta forma, quais são as participações qualificadas, fá-lo em três funcionalidades: (i) para constituição de deveres de informação, (ii) para constituição da obrigação de lançamento da OPA; (ii) para efeitos jurídicos acessórios ou subsequentes.

<sup>443</sup> Relativamente ao artigo 20.º, há que atender à sua formulação relacional, ou seja, distinguir, no âmbito deste terceiro nível de imputação, os casos das «pessoas a respeito das quais a causa de imputação ao participante/oferte seja predominantemente subjectiva, devendo entender-se não serem esses efeitos jurídicos aplicáveis, por regra» e os «casos em que a imputação é predominantemente objectiva, isto é, versa apenas sobre certos e específicos direitos de voto, com independência da identidade de quem os detenha». JOÃO SOARES DA SILVA, «Algumas Observações... cit., p. 58, para quem, no primeiro caso, estarão as alíneas c) e h) do n.º 1 do artigo. 20.º e, talvez, as alíneas b) e d), sendo necessário aferir do caso concreto. No segundo, estarão as alíneas a), e), f) e g) do n.º 1.

na sua forma. Na que respeita ao *valor da contrapartida*, a delimitação do artigo 20.º permite apurar os sujeitos cujas eventuais aquisições de valores mobiliários da mesma categoria dos que são objeto de OPAs sejam relevantes para *estabelecer o montante mínimo da contrapartida a ser proposta pelo oferente* (artigos 188.º, n.º 1, alínea *a*) do CVM): se o preço mais alto tiver sido por uma das *peessoas juridicamente relevantes* de acordo com os critérios do artigo 20.º do CVM (e sendo superior ao preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante aquele período), esta será a contrapartida mínima a oferecer. Quanto à *forma da contrapartida*, a delimitação do artigo 20.º permite apurar os sujeitos cujas eventuais aquisições de valores mobiliários da mesma categoria dos que são objeto de OPAs sejam relevantes para *estabelecer a obrigatoriedade da apresentação de uma alternativa em dinheiro para a contrapartida em valores mobiliários proposta pelo oferente* (artigos 188.º, n.º 5, do CVM): se alguma das *peessoas juridicamente relevantes* de acordo com os critérios do artigo 20.º (ou o oferente), tiver adquirido nos seis meses anteriores ao anúncio preliminar e até ao encerramento da oferta quaisquer ações representativas do capital social da sociedade visada com pagamento em dinheiro, o oferente fica vinculado a apresentar contrapartida equivalente (aos valores mobiliários que oferece) em dinheiro.

(b) *Crítérios norteadores do controlo da contrapartida: justificação da contrapartida*

XVII. Tendo já sido abordadas as circunstâncias em que o legislador nacional pode *autorizar a autoridade de supervisão a alterar o preço*, ficam a faltar analisar os critérios estabelecidos pelo legislador para o fazer. Ao analisar o regime do artigo 188.º, numa primeira leitura, parece não resultar o estabelecimento de quaisquer critérios para o cálculo da contrapartida na OPA obrigatória, que não os resultantes das alíneas do n.º 1 do artigo 188.º. Neste sentido, no exercício do *ius variandi* ou mesmo na fixação da contrapartida, a autoridade de supervisão nacional não se encontraria limitada legalmente, que não pelo critério da equidade da contrapartida. Contudo, o conceito de contrapartida «justificada» não consta da Diretiva 2004/25/CE, tendo sido acrescentado pelo legislador nacional. Cumpre compreender qual a razão pela qual o legislador, decidiu acrescentar a expressão «justificada» ao já estabelecido pelo legislador europeu. Da contrapartida «justificada» resulta, como o próprio advérbio indica, uma justificação cabal. Esta preocupação com a justificação do valor

da contrapartida deve-se ao facto de o acionista controlador, pela dimensão do poder inerente ao da sua participação, se encontrar numa posição de supremacia, suscitando um redobrado cuidado na tutela dos que são colocados numa posição de debilidade, os acionistas *insiders*<sup>444</sup>. Lendo atentamente a norma do n.º 1 do artigo 188.º (em conjunto com o regime do artigo 187.º), a sua *ratio* tem sido apontada como a de garantir a universalidade da oferta (*i.e.* a todos os valores mobiliários) e estabelecer que todos os acionistas detentores de valores mobiliários da *mesma categoria* têm direito à mesma contrapartida (salvo distinções objetivamente motivadas), o que parece ter como consequência a distribuição por todos do prémio de controlo. Na realidade, se o oferente não pretendesse adquirir a totalidade dos valores mobiliários da sociedade emitente, bastaria propor uma contrapartida por um preço muito baixo, ou propor uma contrapartida justa ou equitativa apenas pelos valores que pretendesse efetivamente adquirir (*eg.* as ações)<sup>445</sup>.

XVIII. Parece-nos que o conceito de contrapartida «justificada» exige dois níveis de fundamentação na apresentação da contrapartida. Desde logo, a existência de uma *justificação*, não podendo o oferente limitar-se a apresentar um valor: exige-se que a escolha da contrapartida proposta pelo oferente seja fundamentada do ponto de vista fáctico e jurídico, indicando eventuais transações realizadas pelo oferente ou pessoas que com ele estabeleçam relações previstas no artigo 20.º sobre valores mobiliários que também são objeto da oferta, bem como o n.º de ações adquiridas e o valor da contrapartida oferecida, a indicação do preço médio ponderado da cotação no período de seis meses que antecederam a publicação do anúncio preliminar, e estabelecendo a correlação com as normas do artigo 188.º do CVM. Ao oferente cabe *demonstrar ao mercado, aos acionistas insiders e à autoridade de supervisão que a sua contrapartida é legal*.

Contudo, a exigência de uma contrapartida justificada obriga ainda o oferente a produzir fundamento quanto a um aspeto adicional: o fundamento *económico*<sup>446</sup>. A contrapartida tem

---

<sup>444</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA...* cit., p. 267.

<sup>445</sup> Destacando este aspeto, JORGE BRITO PEREIRA, *Opa Obrigatória...* cit., p. 356. Assim, no seio da OPA obrigatória, como verificámos, a oferta ao público tem de ser geral (dirigida a todos os acionistas) e universal (ter como objeto todos os valores mobiliários da sociedade visada) em condições equitativas.

<sup>446</sup> Exemplificando, atendendo a um exemplo recente, uma vez que o conteúdo do prospecto tem sido objeto de alguma regulação, na OPA obrigatória preliminarmente anunciada a 29.03.2012, (encontrando-se o anúncio preliminar disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)) pela Tagus Holdings S.à.r.l. sobre a Brisa - Auto Estradas de Portugal, SA (Brisa), pode verificar-se nas pp. 8- 16 do prospecto (apresentado a 16.07.2012 disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)) que existe um título que se dedica à «Contrapartida oferecida e sua justificação». Aqui encontram-se vários fundamentos para a contrapartida. Desde logo, o fundamento jurídico e a relação estabelecida entre a

de assentar em critérios economicamente justificáveis, devendo refletir o *valor atual* dos valores mobiliários que estão a ser adquiridos. O legislador estabeleceu pois o critério da justificação económica, mas não a limitou ao exercício do *ius variandi* e do poder de fixação da contrapartida pela autoridade de supervisão. Não tendo especificado o legislador os critérios necessários à justificação económica, o intérprete-aplicador deverá procurar na fonte os critérios que são permitidos e o espírito que lhes está subjacente. Assim, cumpre verificar os exemplos de critérios fornecidos pela Diretiva 2004/25/CE para apurar a contrapartida justificada, *rectius*, equitativa (pois é nesta sede que estes são estabelecidos). E o que se verifica é que no artigo 5.º, n.º 4 são destacados (i) o valor médio de mercado ao longo de um determinado período; (ii) o valor de liquidação da sociedade ou (iii) outros critérios objetivos de avaliação geralmente utilizados na análise financeira.

XIX. Nesta sede, porém, a autoridade de supervisão (e o oferente, uma vez que a obrigação de lhe apresentar uma contrapartida justificada se apresenta, em primeira linha, na sua esfera jurídica, nos termos do artigo 188.º, n.º 1 do CVM), encontra-se limitado por um aspeto fundamental, que é aquele a que os regimes europeus e nacionais dão prevalência, exceto na verificação de determinadas circunstâncias: a equidade da contrapartida. Mesmo as participações dos acionistas não controladores não têm todas o mesmo valor. Elas diferem consoante os direitos económicos e políticos que integrem, bem como pela sua liquidez. À partida, a liquidez das posições não controladoras não deveria ser apreciada da mesma forma<sup>447</sup>, sendo que as participações dos acionistas não deveriam ser apreciadas segundo os mesmos critérios. Contudo, com vista a proteger os acionistas *outsiders*, as regras da

---

contrapartida oferecida e as normas legais prescritas para a contrapartida no CVM. De seguida, o oferente apresentou um quadro onde apresentou (por períodos mensais) o número de ações transacionadas, bem como os respetivos preços médios ponderados nos seis meses anteriores à data do anúncio preliminar. Posteriormente, apresentou um quadro com a comparação entre a evolução do PSI20 nos seis meses anteriores à data do anúncio preliminar e a evolução da Brisa naquele período. Do prospeto constam ainda um quadro demonstrativo dos prémios subjacentes ao valor da contrapartida oferecida, perante o preço do fecho à data do anúncio preliminar e do preço médio ponderado pelo volume nos anteriores três e seis meses, bem como uma análise do prémio face aos múltiplos de mercado de empresas europeias comparáveis e, finalmente, os preços alvo da Brisa de acordo com treze analistas, e a respetiva recomendação de investimento. Trata-se de uma prospeto que tenta efetivamente fundamentar a contrapartida oferecida, tanto do ponto de vista jurídico, como económico.

No relatório da FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER LLP, denominado *Reform of the EU Takeover Directive and of German Takeover Law — Surgey Report*, e coordenado por CHRISTOPH H. SEIBT, KLAUS J. HOPT, que foi apresentado em Novembro de 2011, p. 34 (disponível em [www.betterregulation.com](http://www.betterregulation.com)), 82,2 % dos inquiridos (de nacionalidade alemã) consideraram que a informação apresentada na documentação da oferta é suficiente.

<sup>447</sup> A verdade é que — vender uma participação de 2% numa sociedade é muito mais fácil do que uma de 18%, independentemente de existir um controlador na sociedade, porque a primeira tem maior liquidez. É que sendo menor o risco (e os recursos necessários para a sua aquisição, mais facilmente será vendida uma posição menor, não obstante não atribuir os mesmos direitos políticos nem económicos.



contrapartida da OPA obrigatória, determinam o controlador a procurar esgrimir um fundamento comum a todos os valores mobiliários (só podendo distinguir em função da sua categoria), em benefício de todos os acionistas de forma equitativa. Adiante retomaremos este tema<sup>448</sup>.

#### 2.2.3.2. *Sistema de controlo e fixação da contrapartida adotado pelo legislador nacional.*

XX.O desenvolvimento dos mercados e o abandono do modelo económico intervencionista<sup>449</sup> levaram à atribuição de poderes a autoridades de supervisão especializadas<sup>450</sup>. Segundo Pedro de Albuquerque e Maria Lurdes Pereira<sup>451</sup>, «[o]s poderes de controlo atribuídos às autoridades de supervisão justificam-se, assim, pela necessidade de prevenir riscos do funcionamento dos sistemas e de assegurar os seus níveis de eficiência económica, de garantir a idoneidade de alguns agentes económicos e a regularidade comportamental dos mesmos e de efectivar, também por essa via, uma forma de protecção dos investidores». Note-se que o controlo da contrapartida de uma OPA obrigatória pela autoridade de supervisão se trata de uma intromissão numa relação jurídica de Direito privado que é estabelecida entre o oferente e os *outsiders*, justamente num aspeto que se revela como essencial: o preço. Todavia, tal intervenção revela-se essencial para assegurar a protecção dos *outsiders* no exercício do seu direito de *exit*, bem como a prevenção de situações de eficiência do mercado.

---

<sup>448</sup> Vide *infra* 4.1..

<sup>449</sup> PEDRO DE ALBUQUERQUE e MARIA LURDES PEREIRA, «A responsabilidade civil das autoridades reguladoras e de supervisão por danos causados a agentes económicos e investidores no exercício de e actividades de fiscalização ou investigação», O Direito, Ano 126.º, Tomo I, 2004, Almedina, Coimbra, p. 93 [89-130].

<sup>450</sup> Vide a bibliografia citada em FREDERICO DE LACERDA COSTA PINTO, «A Supervisão ... cit., p. 90 [90-103], nota 1, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) e p. 1 [1-13], nota 1, disponível em [www.fep.up.pt](http://www.fep.up.pt) (versão que teremos em conta), para o estudo das várias autoridades europeias reguladoras dos mercados de valores mobiliários, que se basearam no da *Securities and Exchange Commission* (SEC), norte-americana. Sobre a natureza da atividade da CMVM na qualidade de supervisora do mercado, vide, sobre o assunto, PAULO OTERO, «A Competência da CMVM para Controlar a Legalidade de Actos Jurídicos Provenientes de Entidades Privadas», in *ROA*, Ano 60, Vol. II, 2000, pp. 669-701, FREDERICO DE LACERDA COSTA PINTO, «A Supervisão ... cit., pp. 90-103, ANDRÉ FIGUEIREDO, *A informação difundida... cit.*

<sup>451</sup> FREDERICO DE LACERDA COSTA PINTO, «A Supervisão ... cit., p. 90 [90-103], nota 1, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) e p. 1 [1-13], nota 1, disponível em [www.fep.up.pt](http://www.fep.up.pt) (versão que teremos em conta), o qual contém um interessante estudo sobre as funções de supervisão pela CMVM.

Quando comparado com o que sucede nos ordenamentos jurídicos analisados que adotaram um sistema de controlo e fixação administrativos da contrapartida, O legislador nacional estabeleceu um sistema diferente de controlo e fixação de contrapartida. Ali, é a autoridade de supervisão que controla a legalidade da contrapartida e procede à sua fixação, quando considera que a proposta pelo oferente não reúne os requisitos legais. Aqui, em desconformidade com a Diretiva 2004/25/CE, o sistema instituído é bipartido, não sendo o controlo da contrapartida, realizado pela mesma entidade que ao seu ajustamento, *rectius* à fixação da contrapartida equitativa. O legislador optou por atribuir<sup>452</sup> o poder de definir a *contrapartida mínima* a uma terceira entidade — um auditor independente<sup>453</sup> —, que não a autoridade de supervisão embora seja por esta designada.

XXI. O controlo da contrapartida é realizado pela CMVM, na qualidade de entidade competente para a supervisão e regulação do mercado de valores mobiliários. Nos casos em que (i) a contrapartida da OPA obrigatória não seja suscetível de ser calculada com recurso aos critérios do n.º 1 do artigo 188.º do CMVM — nomeadamente, por as ações não se encontrarem admitidas a mercado regulamentado<sup>454</sup> ou não ter existido qualquer aquisição de valores da mesma categoria dos que são objeto da oferta pelo oferente ou por pessoas que com ele estabeleçam alguma das relações previstas no artigo 20.º— ou quando (ii) entender

---

<sup>452</sup> Esta atribuição pelo legislador levanta questões muito interessantes do ponto de vista do Direito Administrativo. Tratando-se de um aspeto muito relevante para a análise do regime jurídico da contrapartida, estes temas são no entanto laterais à análise da titularidade e distribuição do prémio de controlo em sede de OPA obrigatória. Nesse sentido, limitar-nos-emos alertar para questões que poderão ser controvertidos, mas que necessitariam de ser respondidas numa análise autónoma, não merecendo aqui desenvolvimentos adicionais. Para uma apreciação de algumas dessas questões, *vide* PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 64.

<sup>453</sup> Como nota PEDRO COSTA GONÇALVES, auditor independente é diferente do auditor registado. Este «desenvolve a sua acção de auditoria no âmbito de uma incumbência que a lei confia directamente: são estas que devem contratar os auditores; não se trata, pois, de uma actuação no domínio da regulação pública e da responsabilidade do Estado». «Fixação da Contrapartida... cit., pp. 61 e ss., que afirma que «[d]ado que não existe no catálogo das profissões conhecidas, a profissão de auditor independente, tem de se concluir que a indicação legal remete para um verdadeiro “vazio” que a CMVM tem o dever de preencher com prudência”, de forma a designar um auditor em “condições de idoneidade, imparcialidade e conhecimento que o coloquem em posição de ser qualificado como “perito insuspeito”». Neste sentido, a CMVM tem preenchido o conceito de auditor independente, fazendo-o coincidir com o de auditor registado, que se encontra sob a sua supervisão permanente, nos termos dos artigos 359.º, n.º 1, alínea f) e 362.º do CVM. Defendendo que seria preferível a exigência de que o auditor tivesse registado na CMVM, devido às «acrescidas exigências de idoneidade, independência e competência técnica», PAULO CÂMARA, *Direito dos Valores Mobiliários... cit.*, p. 652, nota 1776.

<sup>454</sup> Veja-se o comunicado emitido a 17 de Fevereiro de 2009 (e disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), em que a CMVM informou que solicitou à OROC a nomeação de auditor independente para fixação do valor mínimo da contrapartida a oferecer na OPA sobre a Interhotel – Sociedade Internacional de Hotéis, SA, preliminarmente anunciada a 4 de Fevereiro de 2009, justificando que «a nomeação do auditor independente deve-se ao facto das acções desta sociedade não estarem admitidas à negociação em mercado».

que a contrapartida apresentada pelo oferente não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa, a CMVM recorre a um auditor independente para fixar a contrapartida mínima da oferta. Em nosso entender, e na linha do que a doutrina e a jurisprudência têm firmado sobre a matéria, entendemos que ao analisar a contrapartida fixada pelo oferente a CMVM efetua um juízo discricionário<sup>455</sup> sobre a contrapartida proposta. Este mesmo juízo quanto à equidade da contrapartida, encontra-se vinculado, por um lado, pelos critérios objetivos estabelecidos no n.º 1 do artigo 188.º e, por outro, pelas diretrizes estabelecidas pela lei, nomeadamente no n.º 3 do artigo 188.º do CVM. Assim, sendo proposta uma contrapartida pelo oferente que não esteja de acordo com as regras do n.º 1 do artigo 188.º (onde se estabelecem critério objetivos), a CMVM encontra-se vinculada a emitir um juízo no sentido da não equidade e / ou não justificação da contrapartida, consoante o caso concreto e rejeitar o registo da oferta. Poderá então, se assim entender, nomear um auditor independente para determinação da contrapartida equitativa ou determinar o oferente a propor uma contrapartida de acordo com os critérios legais.

Acresce que verificando-se (no seu entender) alguma das presunções de não equidade do n.º 3 do artigo 188.º, após o estabelecimento da contrapartida pelo oferente, nos termos e condições já acima referidos<sup>456</sup>, deve a CMVM — depois de afastar a aplicação de cada um dos critérios do n.º 1 do artigo 188.º<sup>457</sup> — decidir que aquela concreta contrapartida não se

---

<sup>455</sup> Destacando que existe aqui um grande espaço de discricionariedade da CMVM, PAULO CÂMARA, em *Direito dos Valores Mobiliários...* p. 651.

<sup>456</sup> Vide *supra* 2.2.3.2.

<sup>457</sup> Neste sentido, consideramos ter sido corretamente justificado o comunicado publicado a 17 de Abril de 2008, para nomeação de um auditor independente com vista à fixação da contrapartida mínima da OPA obrigatória sobre as ações representativas do capital social da Estoril Praia – Futebol SAD, preliminarmente anunciada pela Lagos Soccer, S.A. no dia 11 de Abril de 2008 (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), onde é devidamente fundamento o recurso ao auditor independente. Por outro lado, poder-se-ia colocar a questão da suficiência da justificação do comunicado publicado a 12 de Maio de 2009 (também disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), fixação do valor mínimo da contrapartida a oferecer na OPA obrigatória sobre as ações representativas do capital social da V.A. Grupo – Vista Alegre Participações, S.A. preliminarmente anunciada pela Cerutil – Cerâmicas Utilitárias, SA, em 30 de Abril de 2009, porque apenas se justifica a tomada de deliberação com base «no facto das acções representativas do capital social da V.A. Grupo – Vista Alegre Participações, SA não se encontrarem admitidas à negociação em mercado regulamentado», sem qualquer palavra quanto ao critério da alínea b) do n.º 1, do artigo 188.º, provavelmente o que até seria mais protetor dos acionistas livres. Apesar disso, recorde-se o disposto na alínea c) do n.º 3 do artigo 188.º: não estando as ações da sociedade visada admitidas à negociação em mercado regulamentado, sempre seria de se presumir não equitativa a contrapartida resultante do critério da alínea b) do n.º 1, do artigo 188.º, por terem as transações sido realizadas em negociação particular. Ainda assim, talvez seja preferível a formulação utilizada no comunicado de 29 de Outubro de 2010, em que a CMVM determinou a nomeação do auditor independente para ara fixação da contrapartida mínima a oferecer na oferta pública de aquisição obrigatória sobre as ações representativas do capital social da Estoril Praia – Futebol SAD, preliminarmente anunciada pela Traffic Sports Europe, Lda, a 12 de Outubro de 2010, onde refere que o facto de não se encontrarem os valores mobiliários em mercado regulamentado «torna impossível determinar o valor justo e equitativo da contrapartida de acordo com o critério da alínea b) do n.º 1 do art. 188.º do Código dos

encontra devidamente justificada ou equitativa, recorrendo ao auditor independente para fixar a contrapartida mínima a ser oferecida. Contudo, no preenchimento dos eventuais conceitos indeterminados presentes nas alíneas do n.º 3, a CMVM atua no âmbito de um poder discricionário. Mas não apenas na verificação das presunções. Como demonstrámos *supra*, os conceitos de «justificação» e «equidade» da contrapartida são indeterminados, pelo que poderão existir outras situações que levem a CMVM a *discricionariamente* considerar que a contrapartida não reúne as qualidades de justificação e equidade necessárias e a nomear um auditor independente. Tal representa a consagração no ordenamento jurídico nacional do sistema do controlo administrativo da contrapartida.

XXII. Estabelece o artigo 114.º do CVM que a realização da OPA está sujeita a registo prévio na CMVM — este registo consubstancia, pois, uma obrigação decorrente da lei, tratando-se de um registo de supervisão. Este registo reflete um *controlo incidental* pela CMVM da legalidade dos atos jurídico-privados praticados pelo oferente onde a «CMVM [é] uma verdadeira guardiã da regularidade jurídica das ofertas apresentadas a registo, servindo este acto, simultaneamente, de instrumento certificativo da conformidade dessas mesmas ofertas públicas com a juricidade»<sup>458</sup>. No entendimento de resulta da interpretação do artigo 119.º do CVM, a recusa do registo pela CMVM<sup>459</sup>, não se pode basear em quaisquer juízos sobre o mérito económico e financeiro da operação proposta aos investidores, mas apenas nos casos em que não se encontre cumprido algum dos requisitos previstos no artigo 119.º do CVM. Encontrando-se legalmente previstos os requisitos da justificação e da equidade da contrapartida, o desrespeito destes critérios, nos termos já enunciados, poderiam levar a que o registo fosse recusado. Contudo, atendendo ao artigo 188.º, n.º 2 e à alínea *b*) do n.º 1 do artigo 119.º do CVM, não será assim. A CMVM só poderá rejeitar o registo da oferta, quando

---

Valores Mobiliários e faz presumir como não equitativo o preço mais elevado pago pelo oferente pelas mesmas acções nos 6 meses precedentes, nos termos da alínea *a*) do n.º 3 mesmo artigo, uma vez que este resultou de negociação particular entre o promitente adquirente e promitente alienante».

<sup>458</sup> Neste sentido, PAULO OTERO, «A Competência da CMV... cit., p. 672 [669-701], disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt), onde faz uma apreciação sobre a constitucionalidade deste poder atribuídos à CMVM (pois trata-se de uma competência que caberia aos tribunais), acabando por concluir no sentido da constitucionalidade justamente pela sua natureza incidental, nas pp. 678-681.

<sup>459</sup> PAULO OTERO, «A Competência da CMVM... cit., 2000, pp. 682 e 683 [669-701], disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt), distingue três tipos de competências de exercício vinculado a exercer pela CMVM na apreciação do pedido de registo: (i) competência vinculada de fiscalização, relativa ao controlo de legalidade dos atos jurídico-privados prévios, (ii), competência interpretativa de juridicidade, que respeita ao juízo de conformidade ou desconformidade dos atos com a juridicidade, e (iii) competência de registo ou recusa do mesmo, concernente ao ato administrativo de conclusão do procedimento.

a contrapartida seja inferior aos limites estabelecidos no n.º 1 do artigo 188.º do CVM, casos em que a contrapartida será ilegal. Deste modo, mesmo que a contrapartida não se encontre devidamente justificada, ou não seja equitativa, por ser excessiva, não pode a CMVM rejeitar o registo da OPA, porquanto esta não será ilegal para efeitos do disposto na alínea *b*) do n.º 1 do artigo 188.º do CVM<sup>460</sup>. Encontrando-se cumpridos todos os requisitos exigidos pelo n.º 1 deste preceito, não pode o registo da OPA ser colocado impugnado, só porque os acionistas livres ou a CMVM não concordam com a contrapartida oferecida<sup>461,462</sup>.

XXIII. Quando entender que a contrapartida não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa, a CMVM deverá então designar um auditor independente para a fixação da contrapartida mínima<sup>463</sup>, a expensas do oferente. O auditor irá produzir um relatório onde, na qualidade de *expertise*, fixa a contrapartida mínima a ser apresentada pelo oferente. Este relatório é composto juízos técnicos. Segundo Pedro Pais Vasconcelos<sup>464</sup>, a contrapartida deverá ser apurada de acordo com “*regras da arte, por avaliadores sérios, competentes e*

---

<sup>460</sup> Sobre a atividade de controlo na aprovação do prospeto, embora na perspetiva da informação, vide ANDRÉ FIGUEIREDO, *A informação difundida... cit.*, pp. 52 e ss..

<sup>461</sup> A este propósito, cumpre atender ao já referido Acórdão do STA, de 13 de Maio de 1997, obtido mediante contacto com o STA, no âmbito do qual, ao abrigo do anterior Cód.MVM, se concluiu designadamente que «[o]s accionistas da sociedade sobre a qual foi lançada uma OPA – sociedade visada – que se tinham oposto previamente ao registo daquela oferta na CMVM, não retiram vantagem alguma da procedência de recurso contencioso contra o acto de admissão do registo, no qual a causa de pedir consiste, unicamente, em a entidade que emitiu o registo não ter fundamentado a rejeição da oposição que haviam deduzido. (...) Vejamos, portanto, se ocorre o interesse pessoal e directo e legítimo dos recorrentes que caracteriza a legitimidade activa. Tal interesse existe quando da procedência da pretensão resulte uma vantagem imediata para a esfera jurídica dos recorrentes, pelo que importa analisar qual o benefício que da procedência do presente recurso podem os recorrentes retirar. Porém, da anulação do acto de registo não derivaria para os recorrentes nenhum destes efeitos, porque as operações de compra e venda dos títulos representativos do capital da Orbitur efectuados à sombra da OPA não deixariam de produzir os efeitos centrais da transmissão da respectiva propriedade se o registo fosse anulado, como deriva do disposto no art.º 534.º do C[ód.]MVM que vincula o oferente a lançar a oferta em virtude da deliberação do conselho de administração e da sua publicitação pelo anúncio preliminar».

<sup>462</sup> O que se acabou de dizer não deverá excluir a consabida e sempre possível hipótese de os interessados se fazerem valer dos mecanismos de tutela cautelar conservatória e/ou antecipatória, dependendo dos casos, e assim como previstos pelo CPTA. A propósito, veja-se, contudo, o já referido Acórdão do STA de 09-09-2010 (processo n.º 0650/10), relatora ANGELINA DOMINGUES, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), onde se recusa o pedido de revista excepcional (não cabendo aqui fazer essa apreciação) de uma decisão do TCA que indeferiu as providências cautelares requeridas no T.A.F. de Lisboa contra a CMVM uma sociedade de revisores oficiais de contas (auditor independente designado), pedindo (i) a suspensão de eficácia do acto materialmente administrativo praticado pelo auditor independente - consistente na fixação do valor mínimo da contrapartida da OPA obrigatória; e (ii) a intimação da CMVM a abster-se de praticar o acto administrativo de recusa do registo da OPA sobre as acções representativas do capital social da sociedade visada — a Interhotel - Sociedade Internacional de Hotéis, S.A.. Este caso foi relativo à OPA lançada sobre aquela pela Imobiliária Construtora Grão Pará, SA, em 2002.

<sup>463</sup> Refira-se que o auditor independente registado na CMVM tem uma outra intervenção em seio da OPA. Este intervém ainda, conforme dispõe o artigo 115.º do CVM, que obriga a que o pedido de registo ou de aprovação do prospeto seja instruído anexando relatório ou parecer de auditor registado.

<sup>464</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, em «Concertação...cit.», p. 18 [11-49].

*independentes*”, merecendo uma palavra adicional, nesta sede, a independência do auditor<sup>465</sup>: seguimos, o que foi afirmado por Coutinho de Abreu e Alexandre Soveral Martins<sup>466</sup>, ao afirmar que a independência deverá ser apurada perante a sociedade diretamente em causa, bem como de acionistas e terceiros com os quais estes tenham relação e/ou interesse nessa operação de determinação da contrapartida. Embora reportando-se à função de fiscalização do auditor, Paulo Bandeira<sup>467</sup> segue a distinção já doutrinariamente consagrada entre independência de facto e de independência aparente, a primeira correspondendo «ao estado de espírito do auditor que lhe permitirá actuar livre de quaisquer condicionantes ou influências que comprometam a sua objectividade e o seu juízo profissional», enquanto a segunda se traduzindo «no desempenho pelo auditor das suas funções evitando as circunstâncias com base nas quais um terceiro, razoável e informado, pudesse ajuizar que a integridade e objectividade do auditor estariam comprometidas». Sobre isto, já foi questionado se o facto de a nomeação ser a expensas do oferente garante a necessária independência<sup>468</sup>.

XXIV. Questão conexa e de igual relevo prático é a de saber se, mesmo nos casos em que a CMVM não toma essa iniciativa, qual a possibilidade de ser o oferente a requerer à CMVM a nomeação de um auditor independente e se, caso o faça, se a CMVM poderá fazer uma apreciação dos fundamentos desse requerimento e decidir discricionariamente ou se encontrará vinculada a deferir a pretensão do requerente e, bem assim, designar o auditor independente. Em nosso entender, ao abrigo das normas do CPA nada obsta a que o

---

<sup>465</sup> Tipicamente, os auditores recebem uma contrapartida pela operação que certificam. Nesse sentido, eles não terão grande vantagem na distorção da operação) e encontram-se expostos a uma grande parte do risco. Este risco assumido pelo auditor é duplo: (i) reputacional e (ii) económico (podendo a ilicitude gerar responsabilidade), tendo por isso todos os incentivos em determinar o melhor possível a contrapartida. Assim, relativamente à auditoria das contas das sociedades, GUIDO A. FERRARINI e PAOLO GIUDICI, “Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case», in *ECGI, Law working paper* n.º 40/2005, 2005, p. 21, disponível em [www.ssrn.com/abstract=730403](http://www.ssrn.com/abstract=730403).

<sup>466</sup> COUTINHO DE ABREU / ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Grupos de Sociedades, Aquisições Tendent ao Domínio Total*, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 18 e 24, nota 31. Também assim ANA RITA NASCIMENTO, «Direito dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização», in *RDS III*, 2011, 4, p. 1011 [985-1025].

<sup>467</sup> PAULO BANDEIRA, «A independência dos auditores de sociedades cotadas», in *RDS*, III, n.º 2, Coimbra, Almedina, 2011, p. 308 [301-334].

<sup>468</sup> Sobre este caso, embora relativamente às funções de fiscalização em geral, PAULO BANDEIRA, «A independência... cit., p. 309 [301-334], afirmando que neste caso, «[a] hipótese mais plausível seria a nomeação e pagamento dos auditores a uma entidade reguladora, que asseguraria o necessário distanciamento entre o auditor e o auditado», concluindo, no entanto, ainda no âmbito das funções de fiscalização pelos auditores, na p. 332, que «afigura-se como totalmente carente de justificação a imposição de uma mediada de nomeação do auditor externo (...) por parte do regulador, por inexistirem dados que permitam concluir, sem reservas, que o actual sistema de nomeação é indutor de uma preocupante falta de independência», sendo que «a adopção desta medida seria absolutamente desproporcionada».

requerente despoleta esse procedimento, do mesmo modo em que, perante a ausência de previsão expressa sobre a matéria, a CMVM poderá tomar uma decisão discricionária, ainda que submetida ao estrito cumprimento (e sua demonstração) dos Princípios gerais de Direito Administrativo<sup>469</sup>. Como exemplo do que agora se referiu, pense-se no caso em que uma das partes (por exemplo, um sócio não controlador com uma participação social relevante) considera que a contrapartida não é equitativa, v.g. no caso de existir uma tendência de crescimento no preço da cotação das ações da sociedade visada, em virtude da recuperação de um acontecimento excepcional da sociedade (e não do mercado, como estabelecido nos termos da alínea c) do artigo 188.º do CVM). A decisão da CMVM, ainda que em resposta ao requerimento do acionista da sociedade visada, é sempre tomada no exercício de poderes discricionários, nos termos *supra* descritos. Atribuir um direito aos sócios da sociedade visada de ser designado pela CMVM um auditor independente, a expensas do oferente, de forma automática, mediante mero requerimento, seria sempre um meio de tornar a OPA mais onerosa de forma potestativa e, na nossa opinião, inadmissível.

XXV. A decisão da designação do auditor pela CMVM é imediatamente divulgada ao público, nos termos do n.º 4 do artigo 188.º e, na prática, a CMVM anuncia-a, mediante comunicado no seu sítio oficial ([www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)). De uma leitura conjugada dos n.ºs 2 e 4 do artigo 188.º, este comunicado deverá conter a fundamentação da decisão da designação, porque se traduz na notificação aos interessados do ato administrativo praticado, embora tal não se encontre expressamente no n.º 4 que, apenas exige a sua mera publicação<sup>470</sup>. Aquando da nomeação do auditor independente, a CMVM costuma solicitar a indicação do auditor à Ordem dos Revisores Oficiais de Contas<sup>471</sup>.

---

<sup>469</sup> Tal aconteceu na OPA obrigatória da Vertix, SGPS, SA sobre Grupo Media Capital SGPS, SA, preliminarmente anunciada a 06.02.2007. Cfr. Comunicado da CMVM de 17 de Abril de 2007 (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), onde se pode ler que «[o] Conselho Directivo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) deliberou, em reunião extraordinária realizada a 17 de Abril de 2007, indeferir o requerimento apresentado pela Vertix – SGPS, SA para que seja designado um auditor independente para proceder à fixação da contrapartida mínima na oferta pública de aquisição obrigatória lançada por esta empresa sobre acções do Grupo Media Capital, SGPS, SA. Foi ainda deliberado conceder um prazo de 10 dias à Vertix para completar o pedido de registo da oferta. (...) A CMVM considerou ainda não existirem outros fundamentos que justifiquem o recurso à nomeação de auditor independente uma vez que não se detectaram acontecimentos excepcionais ou quaisquer práticas que retirem relevância ao preço médio ponderado».

<sup>470</sup> Adiante fundamentaremos esta questão devidamente.

<sup>471</sup> Assim aconteceu, por exemplo, na OPA obrigatória lançada pelo Futebol Clube do Porto sobre a Futebol Clube do Porto - Futebol, SAD. O comunicado da CMVM, de 10 de Outubro (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), diz o seguinte: «[a] CMVM informa que solicitou, nesta data, à Ordem dos Revisores Oficiais de Contas a indicação de auditor independente para fixação da contrapartida mínima a oferecer na OPA obrigatória sobre as

Cumprido de facto notar que a letra do n.º 2 do artigo 188.º do CVM parece estabelecer a competência da fixação da contrapartida mínima diretamente no auditor independente<sup>472</sup>. Na verdade, resulta da leitura do n.º 2 do artigo 188.º que é ao auditor que competirá a fixação da contrapartida, embora no n.º 4 daquele preceito se venha a afirmar que o valor por aquele determinado é divulgado imediatamente ao público (e logo, aos interessados) pela CMVM. Quando a contrapartida é definida por auditor, o relatório do auditor independente não é publicado, nem divulgado, sendo apenas anunciado, pela CMVM, o montante de contrapartida mínima nele fixado, nos termos do artigo 188.º, n.º 4, do CVM<sup>473</sup>. Adicionalmente, não existem quaisquer normas legais ou regulamentares que definam o

---

ações representativas do capital social da Futebol Clube do Porto – Futebol, SAD, preliminarmente anunciada a 2 de outubro de 2014. A deliberação assenta na impossibilidade de determinar a contrapartida por recurso aos critérios referidos no n.º 1 do artigo 188.º do Código dos Valores Mobiliários, atenta a liquidez reduzida das ações FCP SAD, circunstância essa que, nos termos do n.º 3 do mesmo artigo, presume a não equidade da contrapartida fixada com base nesses valores».

Repare-se que esta conduta pela CMVM acaba por se traduzir numa solução formalmente muito semelhante à configurada pelo direito de exoneração nas sociedades por quotas, previsto no artigo 105.º, n.º 2 do CSC, que determina que salvo acordo das partes, a contrapartida será calculada nos termos do artigo 1021.º do CC, por um revisor oficial de contas independente designado pela respetiva Ordem, a solicitação de qualquer dos interessados. Sobre o regime legal do apuramento do valor das participações no âmbito das sociedades fechadas, vide EVARISTO MENDES, «Deliberações que fixam o valor das participações sociais. Impugnação.», in *III Congresso de DSR*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 67-108, embora, como note PAULO CÂMARA, *Direito dos Valores Mobiliários...* cit., p. 651, esta metodologia não poderá ser aplicável às sociedades abertas porquanto desconsidera o princípio contabilístico da continuidade e a expectativa de valorização futura, «que constitui um dado incontornável na sua avaliação».

<sup>472</sup> A natureza desta nomeação, que terá consequências quanto ao ato que é suscetível de controlo judicial, é controvertida. Por outro lado, também é controvertida a natureza do ato de fixação da contrapartida pelo auditor independente. Sobre esta assunto, vide PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., pp. 53-67. Os atos resultantes do exercício das competências da CMVM podem por essa razão, ser contestados em juízo, com vista a impedir que produzam danos na esfera do oferente ou dos acionistas livres. Questão diversa será a de saber se o ato do auditor poderá ser contestado em juízo, nomeadamente, pela proposição de providências cautelares.

O artigo 105.º, n.º 3 do CSC permite a qualquer uma das partes requerer uma *segunda avaliação* do montante da contrapartida, nos termos previstos no Código de Processo Civil. Neste sentido, o novo Código de Processo Civil, aprovado pela Lei n.º 41/2013, de 26 de Junho, manteve o processo especialmente previsto para o efeito, denominado de «liquidação de participações sociais», encontrando-se regulado nos artigos 1068.º e ss., consistindo num processo de jurisdição voluntária, pedindo-se ao tribunal que preceda a uma «avaliação judicial da respetiva participação social» (artigo 1068.º, n.º 1 do CPC). No sentido de que se trata de um processo de jurisdição voluntária, EVARISTO MENDES, «Deliberações que fixam ...cit., p. 70 [67-108].

<sup>473</sup> Assim tem sido prática da CMVM. O preço proposto pelo auditor é simplesmente anunciado pela CMVM no seu site. Este «esquecimento» parece resultar do ordenamento jurídico britânico, onde na *note 3 à rule 9.5 do Takeover Code* se poderá ler que «[i]n any case where the highest price is adjusted under Rule 9.5(c), the Panel will publish its decision». Contudo, resulta do ponto 13 da Declaração do Panel e do Comité de revisão do *Takeover Code* — Statement by the Panel and the Code Committee following the external consultation process on PCP 2005/5, p. 25, disponível em [www.thetakeoverpanel.org.uk](http://www.thetakeoverpanel.org.uk) — que, na consulta pública de alterações ao *Takeover Code*: «Two respondents suggested that this should be amended to say that the Panel will substantiate its decision. As stated in the PCP, the requirement of Article 5.4 of the Directive is that any decision of the supervisory authority to adjust the 'equitable price' must be substantiated and made public. The Panel is therefore required to substantiate its decision. The Code Committee does not believe this needs to be spelt out in the Note; publication of any such decision will include substantiation». Já em Portugal, a prática é da mera enunciação do preço estipulado pelo auditor, com parca justificação.



conteúdo mínimo do relatório do auditor e que indiquem que o mesmo deve seguir os princípios contantes do artigo 7.º do CVM, embora tal aconteça de forma semelhante (parece-nos), no que respeita aos pareceres (mesmo que vinculativos). Deve, no entanto, questionar-se da legalidade desta prática, pois, apesar de ser uma solução prevista expressamente no artigo 188.º, n.º 4, do CVM, esta norma não pode ser lida com desconsideração das restantes regras do sistema jurídico nacional.

Quanto a esta questão, Pedro Costa Gonçalves<sup>474</sup> pronuncia-se no sentido de que o ato de fixação da contrapartida se encontra sujeito ao dever geral de fundamentação dos atos administrativos e tributários<sup>475</sup>. Para este autor o ato materialmente administrativo<sup>476</sup> é praticado pelo auditor independente<sup>477</sup>. Trata-se no entanto de uma questão que poderá ser controvertida, na medida em que se poderá questionar se o ato que produz efeitos juntos dos interessados (e por isso, decisório) não é antes o ato de divulgação tomado pela CMVM. A concretização deste dever de fundamentação (aplicável ao auditor independente ou à CMVM, consoante se entenda que o ato administrativo é praticado por aquele ou por esta) encontra-se posteriormente refletida no artigo 152.º do CPA<sup>478</sup> para o procedimento administrativo para prática de ato administrativo, o qual determina no n.º 1, alínea a), que deverão ser fundamentados os atos administrativos que, total ou parcialmente, neguem, extingam, restrinjam ou afetem por qualquer modo direitos ou interesses legalmente protegidos, ou imponham ou agravem deveres, encargos, ónus, sujeições ou sanções ou ainda, nos termos da alínea c) daquele preceito, «decidam em contrário de pretensão ou oposição formulada por interessado, ou de parecer, informação ou proposta oficial». Por seu turno, o artigo 153.º do CPA estabelece os requisitos da fundamentação necessária, prescrevendo que esta deverá «ser expressa, através de sucinta exposição dos fundamentos de facto e de direito da decisão, podendo consistir em mera declaração de concordância com os fundamentos de anteriores pareceres, informações ou propostas, que constituem, neste caso, parte integrante do respetivo ato». Destaque-se, aliás, que para Pedro Costa Gonçalves, «este último [dever de

---

<sup>474</sup> PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida por Auditor Independente em OPA», in *Revista de Legislação e Jurisprudência*, Braga, ano 140, n.º 3964, 2010, p. 66, em comentário ao Acórdão de 6 de Fevereiro de 2010 do Tribunal Central Administrativo do Sul, processo n.º 06029/2010, relator COELHO DA CUNHA.

<sup>475</sup> Atente-se, desde logo, ao disposto no n.º 3 do artigo 268.º da Constituição da República Portuguesa.

<sup>476</sup> Para uma noção de acto administrativo, vide DIOGO FREITAS DO AMARAL, *Curso de Direito Administrativo*, vol. II, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 210 e ss.

<sup>477</sup> PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., pp. 60 e ss..

<sup>478</sup> Este era previamente estabelecido para o procedimento administrativo em geral no artigo 124.º do anterior CPA.

fundamentação] já se deve considerar imposto no direito português no quadro do efeito directo vertical» da Diretiva 2005/25/CE, «em concreto do que dispões na última frase do n.º 4 do artigo 5.º»<sup>479</sup>.

XXVI. É frequente, na prática, os comunicados da CMVM<sup>480</sup> nos quais, citando o relatório do auditor independente, afirma que este conclui<sup>481</sup> que «o valor do pré-anúncio, efectuado pela (...), não prejudica os legítimos interesses dos actuais detentores de acções da sociedade (...) [visada]»<sup>482</sup>. No entanto, atendendo à letra do n.º 2 do artigo 188.º do CVM, que determina que a nomeação do auditor destina-se à fixação da contrapartida mínima, e por essa razão, não nos parece que a este caiba emitir qualquer juízo sobre a contrapartida oferecida<sup>483</sup>, contrariamente ao que a prática tem demonstrado.

---

<sup>479</sup> PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 66, que distingue que a Diretiva 2004/25/CE determina no artigo 5.º, n.º 4 que «qualquer decisão das autoridades de supervisão no sentido de alterar o preço equitativo deve ser sempre fundamentada e tornada pública». A adoção ou rejeição desta afirmação requer, no entanto, uma justificação sustentada, que Pedro Costa Gonçalves acabou por não realizar. Uma alternativa poderia passar pela interpretação conforme da Diretiva, caso se entendessem estar reunidos os respetivos pressupostos, sendo que o TJUE tem privilegiado, exceto se de tal interpretação, resultar uma interpretação *contra legem*. Vide, a propósito, o Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia de 24 de Janeiro de 2012, processo C-282/10 («acórdão Maribel», disponível em [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu)), considerando 23 a 27 e 32. Parece-nos que, no caso concreto que tratamos, seria bem mais simples optar por esta solução.

<sup>480</sup> PEDRO GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 59.

<sup>481</sup> PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 59, refere que o auditor independente tem um poder de «emitir um juízo crítico sobre a contrapartida oferecida».

<sup>482</sup> Veja-se a título de exemplo, o comunicado de 17.04.2008 da CMVM, no âmbito da OPA obrigatória preliminarmente anunciada pela Lagos Soccer, SA sobre as ações representativas do capital social da Estoril Praia – Futebol SAD (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)).

<sup>483</sup> Entendendo que o relatório do auditor independente é um ato equivalente a um ato administrativo, e como tal impugnável, nos termos do artigo 51.º, n.º 2 do Código de Processo nos Tribunais Administrativos (CPTA), por se traduzir num poder público de autoridade conferido a uma entidade privada, PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 67. No seu estudo *Entidades Privadas com Poderes Públicos*, Coleção Teses, Coimbra, Almedina, 2005, p. 1079., PEDRO COSTA GONÇALVES, destaca que a delegação de poderes públicos determina que o auditor independente fique, por essa razão, submetido à jurisdição administrativa, ficando em situação processual semelhante às das entidades públicas e sendo «*indiscutível a competência dos tribunais administrativos para apreciar a legalidade dos actos administrativos praticados (...)*», encontrando-se tal situação prevista expressamente nos artigos 4.º, n.º 1, alínea d) do Estatuto dos Tribunais Administrativos e Fiscais e do artigo 51.º, n.º 2 do CPTA. O conceito de delegação do autor é, no entanto (e tal merece ser salientado desde já) diverso daquele que deriva do artigo 44.º do CPA, mas aquele que já foi desenvolvido noutra estudo — Em PEDRO COSTA GONÇALVES, *Entidades Privadas...* cit., pp. 932 e ss, onde faz a devida distinção entre as duas figuras —, mediante o exercício por entidades privadas de poderes públicos. Neste sentido, e embora esta questão seja muito controversa, cumpre de facto notar que a letra do n.º 2 do artigo 188.º do CVM parece estabelecer a competência da fixação da contrapartida mínima diretamente no auditor independente, embora não sendo esta a sede para nos pronunciarmos sobre o assunto.

Quanto ao controlo da contrapartida, a questão deve ser apreciada no âmbito da separação de poderes entre o poder executivo e jurisdicional, tendo inclusivamente relevância constitucional. No sentido contrário ao de Pedro Costa Gonçalves, o Acórdão de 6 de Fevereiro de 2010 do Tribunal Central Administrativo do Sul, processo n.º 06029/2010, relator COELHO DA CUNHA, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), que confirmou a sentença do TAC de Lisboa recorrida, embora com fundamentação diversa apesar de, «em abstracto se admitir a impugnabilidade

### 2.3. Outros reflexos dos princípios da justificação e equidade da contrapartida nas OPAs.

#### 2.3.1. Contrapartida na OPA voluntária

XXVII. Quando oferente (acionista ou terceiro) vai adquirir ações através do procedimento de uma OPA, ele propõe uma contrapartida, a qual é regulada pelo artigo 177.º do CVM. Estabelece o n.º 1 daquele artigo que esta pode consistir em dinheiro, valores mobiliários (emitidos ou a emitir) ou ser mista (quando envolver ambos). Quando a contrapartida consistir em dinheiro, o oferente deve depositar, previamente ao registo da oferta, o montante total em instituição de crédito ou apresentar garantia bancária adequada. Já quando a contrapartida consistir em valores mobiliários, estes deverão ter adequada liquidez e ser de fácil avaliação. Contudo, ao contrário do que verificámos no âmbito da OPA obrigatória, nenhuma limitação se estabelece quanto ao seu montante. O estabelecimento da contrapartida pelo oferente, em sede de OPA voluntária, depende da estratégia que este pretenda prosseguir.

Já acima<sup>484</sup> notámos que a obrigação de lançamento de uma OPA universal tem como uma das suas derrogações, nos termos do disposto no artigo 189.º, n.º 1, alínea *d*) do CVM, que a ultrapassagem dos limites estabelecidos no artigo 187.º do CVM tenha resultado da aquisição de valores mobiliários por efeito de OPA geral e universal sobre a sociedade emitente, sem nenhuma restrição quanto à quantidade ou percentagem máxima dos valores

---

daquele relatório do auditor perante os tribunais administrativos, as valorações produzidas pelo mesmo são inatacáveis na sua substância, não se vislumbrando qualquer erro grosseiro ou manifesto ou a adopção de critérios ostensivamente inadmissíveis» (sublinhado no original). No mesmo sentido, embora em juízo estivesse uma questão relativa ao prospeito de uma OPA, vejam-se as palavras proferidas pelo TCA do Sul, em Acórdão tirado a 22-03-2012, no processo n.º 07555/11, relator PAULO CARVALHO, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

No Reino Unido, o controlo jurisdicional da contrapartida revela-se mais pacífico., JOHN ARMOUR, «Enforcement Strategies in UK Corporate Governance», in JOHN ARMOUR & JENNIFER PAYNE, *Rationality in Company Law*, Oregon, Oxford and Portland, 2009, p. 92 [71-119], nota 99, destaca que «[a] party dissatisfied with a decision of the Executive may request a decision of the full Panel. An appeal from a Panel decision is available to the Panel's Hearings Committee, and then to the Takeovers Appeals Board (see Companies Act 2006 ss 951, 957). It is also possible to seek judicial review of a decision of the Panel, but, in relation to decisions regarding the conduct of a bid, any relief will be in a form of prospective guidance, so as not to interfere with the outcome of events that have occurred».

<sup>484</sup> Vide *supra* I — 4.1.1.

mobiliários a adquirir e com respeito pelos requisitos estabelecidos para a contrapartida no artigo 188.º do CVM<sup>485</sup>.

Esta questão prende-se justamente com a questão da distribuição do prémio de controlo em sede de OPA voluntária. A distribuição do prémio de controlo terá lugar exatamente quando se verificarem os mesmos fundamentos enunciados para a OPA obrigatória. Todavia, na OPA voluntária, o acionista corre um risco económico, pois repare-se: o oferente poderá propor a contrapartida com respeito pelos requisitos do 188.º, tentando obter uma derrogação para efeitos da obrigação de lançar uma OPA geral e universal, quando já lançou a OPA voluntária na tentativa de adquirir o controlo<sup>486</sup>. Sem prejuízo, quando tiver a expectativa de, na data de apuramento dos resultados da sua oferta facultativa, não ultrapassar os limiares estabelecidos no artigo 187.º do CVM, ou, uma vez ultrapassando o limiar de um terço dos direitos de voto, de provar a inexigibilidade de lançamento junto da CMVM, nos termos acima referidos, ele poderá propor uma contrapartida mais baixa — podendo mesmo estipular uma contrapartida abaixo da cotação ou da cotação média ponderada dos valores mobiliários em causa —, arriscando-se no entanto a que, uma vez gorada a sua expectativa, seja obrigado a lançar nova OPA<sup>487</sup>. Portanto, teremos duas situações: o oferente estabelece uma contrapartida nos termos artigo 188.º e nos termos do artigo 189.º, n.º 1, alínea a), e a sua OPA cumpre os demais requisitos exigíveis, dispondo da faculdade de requerer à CMVM a derrogação ou então, verificados os requisitos do artigo 187.º após o apuramento de resultados da OPA voluntária previamente lançada, terá de lançar uma nova OPA, desta vez obrigatória.

---

<sup>485</sup> Curiosamente, noutros ordenamentos jurídicos, como em Itália, é criticado o facto de esta exceção não incluir a exigência de um preço equitativo. MANUELA TOLA, «OPA e tutela delle minoranze», in *Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza*, série 1, vol. 77, Nápoles, Jovene Editore, 2008, p. 165. Avisado, o legislador procedeu à constituição da derrogação prevista na Directiva, tendo no entanto consagrado o sistema da contrapartida equitativa.

<sup>486</sup> Trata-se na realidade de uma situação bastante comum no mercado de capitais nacional, verificando-se com bastante regularidade, nos anúncios preliminares, excertos de formulação muito semelhante à seguinte: «Nos termos do número 1, alínea a) e número 2 do artigo 189.º do Cód.VM, a Oferente beneficiará da derrogação do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição em caso de sucesso da Oferta, uma vez que esta é geral e cumpre, na presente data, os requisitos relativos à contrapartida mínima previstos no artigo 188.º do Cód.VM para as ofertas obrigatórias. Comprovados estes pressupostos, e desde que a Oferente e/ou as entidades que com ela se encontram em alguma das situações previstas no artigo 20.º do Cód.VM não adquiram Acções a preço superior à contrapartida da Oferta até ao termo desta, a CMVM deverá emitir a declaração prevista no número 2 do artigo 189.º do Cód.VM mediante requerimento da Oferente na sequência da Oferta». Exemplo retirado do Prospeto Companhia Siderúrgica Nacional na OPA voluntária sobre a Cimpor — Cimentos de Portugal, SGPS, SA, publicado em 27.01.2010 e disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

<sup>487</sup> Aqui caberá ao oferente desenvolver uma análise económica com vista a verificar até que ponto o compensa os custos associados à OPA face a diferença entre a contrapartida oferecida nos termos do 188.º e a contrapartida na OPA voluntária.

XXVIII. O processo de OPA é totalmente acompanhado pela CMVM «nos bastidores» — ou seja, a CMVM tem muitas comunicações com o oferente que não chegam a público. Logo, as indicações num prospeto de uma OPA universal voluntária que prevê que «a Oferente beneficiará da derrogação do dever de lançamento de uma oferta pública de aquisição»<sup>488</sup> o indiciam prévias comunicações (por vezes, verdadeiras negociações) com a CMVM, no sentido da emissão desta derrogação, tratando-se de uma situação em que o oferente voluntariamente se submete às regras do cálculo da contrapartida. Poderá acontecer que a CMVM, no âmbito dos seus poderes de apreciação da contrapartida, considere que esta, apesar de cumprir os requisitos mínimos para efeitos das presunções estabelecidas nas alíneas a), b) e c) do n.º 3 do artigo 188.º do CVM, ainda assim não é equitativa. Afinal, como através de OPA se pretende adquirir o controlo, «o preço tem em conta a aquisição desse controlo», tendo de integrar a contrapartida o prémio de controlo a ser distribuído pelos restantes acionistas. A sujeição voluntária às regras do cálculo da contrapartida tem como consequência o preço seja mais elevado e «haverá maior interesse por parte do comprador em não pagar mais»<sup>489</sup> — entenda-se, o oferente poderá não estar interessado em integrar na contrapartida o prémio de aquisição nem o prémio de controlo —, por forma a adquirir o controlo pelo preço mais baixo possível, cumprindo os requisitos do 188.º do CVM. E neste caso, o que acontecerá? A CMVM faz notar ao oferente que a sua contrapartida não está de acordo com os critérios do artigo 188.º, por entender que esta não é equitativa ou justa, nos termos descritos acima e que a contrapartida deverá ser calculada por um auditor independente, a custas do oferente. Este poderá, naturalmente rejeitar a condição da CMVM, mas, neste caso, ultrapassando no âmbito da oferta voluntária os limiares do artigo 187.º, n.º 1 do CVM, ele não beneficiará da pretendida derrogação ao lançamento da OPA obrigatória. Esta foi a perspectiva do oferente, que lança a OPA voluntária e tem de optar pela contrapartida nos termos do artigo 188.º ou simplesmente nos termos do artigo 177.º (que é aplicável a todas as OPAs em geral). No entanto, da perspectiva do acionista de controlo, já foi afirmado pelo Supremo Tribunal Administrativo que «[este] nunca receberá, numa OPA geral, uma contrapartida adequada para a posição dominante de que abre mão», pois «[n]uma OPA geral, o oferente distribui o valor equivalente às sinergias esperadas por todos os accionistas»<sup>490</sup>. Na

---

<sup>488</sup> *Vide supra* nota 486.

<sup>489</sup> ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, «Transmissão de participações de controlo ...cit., p. 43.

<sup>490</sup> Acórdão do Supremo Tribunal Administrativo de 18-06-2003, processo n.º 01188/02, relator Santos Botelho, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

verdade, o oferente, ao adquirir a participação ao controlador encontra-se obrigado a distribuir o prémio de controlo pelos restantes acionistas nesse sentido, não se encontrará disponível para pagar ao acionista vendedor do controlo o montante correspondente ao valor económico da sua posição social.

### 2.3.2. *Transações na pendência da OPA*

XXIX. O artigo 180.º do CVM determina que a partir do anúncio preliminar até ao apuramento de resultados, *i.e.*, desde o momento em que existe uma vinculação por parte do oferente no âmbito da OPA<sup>491</sup> até ao momento em que se dá a liquidação, o oferente e as pessoas que com ele estabeleçam relações nos termos do artigo 20.º do CVM, ficam simultaneamente sujeitos a um dever e a uma proibição. O primeiro, constante da alínea *b*) do n.º 1 do artigo 180.º, consiste em informar a CMVM (diariamente) sobre transações que venham a realizar sobre os valores mobiliários emitidos pela sociedade visada pela oferta ou da categoria daqueles que integrem a contrapartida. A segunda, presente na alínea *a*) do n.º 1, traduz-se em não negociar, sem autorização da CMVM e parecer prévio da sociedade visada, fora o mercado regulamentado os valores mobiliários da categoria dos que são objeto da oferta ou daqueles que integram a contrapartida.

---

<sup>491</sup> Neste sentido, o regime das transações «na pendência da oferta» tem lugar mesmo antes do efetivo lançamento pelo oferente. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «A igualdade de tratamento... cit., p. 104 [87-111]. Há que apurar sobre a razão de ter o legislador escolhido este momento e acabámos por concluir que nesta altura, existe uma promessa pública unilateral de lançar uma OPA e, por essa razão, ainda não estamos perante nenhuma declaração negocial no sentido da aquisição dos valores mobiliários pelo oferente. Ocorrendo uma alteração das circunstâncias nesta fase, esta nunca versará sobre as circunstâncias que fundaram o lançamento da oferta, porquanto ainda não teve lugar nenhuma oferta. Desta forma, a alteração das circunstâncias não terá relevância jurídica para efeitos da aplicação do artigo 128.º do CVM. Porém, já existe uma vinculação. A oferta pública constitui uma promessa pública, nos termos do artigo 459.º do CC e, desta forma, tendo a oferta um prazo, o oferente encontra-se logo vinculado, nos termos do n.º 1, só sendo a oferta revogável quando ocorrer justa causa, nos termos do n.º 1 do artigo 461.º do CC. Feita a promessa pública, que assume a forma de anúncio preliminar, existe já uma vinculação por parte do oferente, nos termos do artigo 459.º do CC. Essa vinculação corresponde à prevista no n.º 2 do artigo 172.º, traduzindo-se em três deveres: (i) o de «lançar uma oferta em termos não menos favoráveis para o destinatário» do que as constantes do anúncio, (ii) o de requerer o registo da oferta no prazo de 20 dias, e (iii) o de informar os representantes dos trabalhadores sobre o conteúdo dos documentos da oferta quando estes forem tornados públicos. Este regime contraria e prevalece sobre as regras da revogação da oferta pública do artigo 461.º do CC, já que se trata de um regime especial.

Note-se, como faz MANUEL REQUICHA FERREIRA, «OPA concorrente», in CMVM, *Cadernos de Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 30, 2008, p. 23 [19-78], que «[o] mercado, e de certa forma também o legislador, concebem o anúncio de lançamento como o concretizar dos termos da oferta preliminarmente anunciada, perspetivando o anúncio preliminar como o ponto de partida de um processo de OPA que quase “obrigatoriamente” terminará na liquidação da oferta, salvo se circunstâncias especiais (e.g. oposição das autoridades da concorrência à operação de mercado)».

Cumpra desde já atender às razões pelas quais foi estabelecida esta proibição. Segundo Jorge Brito Pereira <sup>492</sup>, esta proibição funda-se no princípio do carácter equitativo da contrapartida <sup>493</sup>, no princípio da transparência do mercado e no princípio do tratamento igualitário dos acionistas. Naturalmente, também aqui, o recurso ao artigo 20.º evoca as relações de domínio e de grupo que, uma vez verificadas, irão integrar o âmbito da norma do artigo 180.º do CVM. Para se esquivar a tal proibição, o emitente deverá pedir autorização à CMVM e um parecer da sociedade visada, fundando o seu requerimento em interesses igualmente atendíveis <sup>494</sup> aos enunciados. Tal autorização (e parecer) não parece ser no entanto exigível, caso o oferente decida negociar em mercado, ficando o oferente vinculado apenas ao dever de informação <sup>495</sup>. O parecer da sociedade visada não será vinculativo porque não se encontra em posição de estabelecer proibições ao oferente, podendo no entanto ser bastante importante na fundamentação para uma decisão positiva da CMVM, essa sim, vinculativa. Na concessão da autorização, a CMVM deverá atentar se as transacções fora do mercado regulamentado comprometem os valores cujo respeito se pretendeu acautelar com a proibição, no qual merece uma palavra mais desenvolvida, no seio do nosso estudo, o princípio do carácter equitativo da contrapartida, «de onde resulta que o Oferente não poderá, através de realização de operações sobre valores mobiliários fora de bolsa, atingir resultado diferente daquele que resultaria se tivesse realizado as suas transacções em bolsa» <sup>496</sup>. Neste sentido, a autorização concedida pela CMVM deverá impor, em benefício dos princípios da equidade da

---

<sup>492</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *Direito dos Valores ... cit.*, pp. 16 e ss..

<sup>493</sup> Poderia ser de duvidar a razão de estarmos perante uma manifestação do carácter equitativo da contrapartida. Porém, recorde-se que o n.º 4 do artigo 5.º da Diretiva 2004/25/CE, determina que «[s]e, depois de a oferta ser tornada pública mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o oferente ou qualquer pessoa que com ele actue em concertação adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o oferente deve aumentar o valor da sua oferta até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos». Deste modo, o legislador nacional encontrou forma de cumprir esta regra, estabelecendo esta proibição, para que a CMVM consiga controlar as transacções na pendência da oferta e garantir que é respeitado o carácter mínimo da contrapartida. Pode, no entanto, questionar-se o mérito da solução e pensar se não bastaria, ao invés de proibir as transacções durante a oferta exceto se autorizadas, não bastaria estabelecer uma obrigatoriedade de comunicação da sua ocorrência e do seu valor... Quanto a esta matéria, parece a Directiva 2004/25/CE ter-se inspirado na *rule 6.2 do Takeover Code*.

<sup>494</sup> Como nota JORGE BRITO PEREIRA, *Direito dos Valores ... cit.*, p. 17, «estão aqui em causa interesses de natureza diversa, os quais deverão ser ponderados na decisão de autorização da CMVM – em primeiro lugar, está presente o princípio do carácter equitativo da contrapartida, de onde resulta que o Oferente não poderá, através de realização de operações sobre valores mobiliários fora de bolsa, atingir resultado diferente daquele que resultaria se tivesse realizado as suas transacções em bolsa. Em segundo lugar, está aqui presente o princípio da transparência do mercado. Em terceiro lugar, está aqui presente o princípio do tratamento equalitário dos accionistas». A CMVM só poderá autorizar a realização destas transacções após tomar em consideração todos os interesses subjacentes à regra e à proibição.

<sup>495</sup> Neste sentido, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A igualdade de tratamento...* cit., pp. 109 [87-111].

<sup>496</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *Direito dos Valores ... cit.*, p. 17.

contrapartida e do tratamento igualitário dos acionistas, como condição para a transação fora do mercado regulamentado, que o acionista transacione a valor não inferior ao do preço estabelecido no âmbito da oferta, por forma a garantir a distribuição do prémio de controlo por todos os acionistas, sendo que, nos termos do n.º 2 do artigo 180.º do CVM, «as aquisições de valores mobiliários da categoria daqueles que são objeto da oferta ou dos que integram a contrapartida, feitas depois da publicação do anúncio preliminar, são imputadas no cálculo da quantidade mínima que o adquirente se propõe adquirir».

No n.º 4 do artigo 5.º da Diretiva 2004/25/CE determina-se que «se, depois de a oferta ser tornada pública mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o oferente ou qualquer pessoa que com ele atue em concertação adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o oferente deve aumentar o valor da sua oferta até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos»<sup>497</sup>. Assim, nos termos do n.º 3 do mesmo artigo 180.º, a CMVM pode exigir ao oferente que proceda à revisão da contrapartida, o que acontecerá se o oferente, direta ou indiretamente, adquirir na pendência da oferta valores mobiliários objeto da mesma a preço superior à contrapartida oferecida. Trataremos deste tema de seguida, no âmbito da revisão da oferta.

### 2.3.3. *Modificação, revisão e revogação da OPA*

XXX. O mercado regulamentado dos valores mobiliários caracteriza-se pela segurança, fundamental para o seu funcionamento. Dada a massificação das operações<sup>498</sup>, é necessário a confiança dos participantes no mercado para realização dos seus negócios. No âmbito das ofertas públicas, considera o legislador que existem assimetrias de informação e que o investidor nem sempre tem conhecimento dos factos essenciais à cabal compreensão da

---

<sup>497</sup> Esta regra foi prevista noutros ordenamentos jurídicos. Como nota JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, A igualdade de tratamento... cit., pp. 107 e ss. [87-111], eram 3 soluções as possíveis ao abrigo da Diretiva. Desde logo, a proibição absoluta de transações na pendência (e fora) da oferta, tal como existe nos Estados Unidos. Por outro lado, a proibição relativa, sistema existente em França, onde o oferente não pode transacionar os valores objeto da oferta — artigo 232-41 do *Règlement AMF* — e, finalmente o sistema da permissão condicionada, que foi adotado, por exemplo, em Portugal e na Alemanha.

<sup>498</sup> Sobre esta característica do mercado, assim como as da indiferença pessoal e da indiferença real, vide PAULA COSTA e SILVA, em «Compra, venda e troca de valores mobiliários», in AAVV., *DVM*, Lisboa, Lex, 1997, pp. 250 e ss. (pp. 243-266) e em *As Operações de Venda a Descoberto de Valores Mobiliários*, Coimbra, Coimbra editor, pp. 53 e 54.



oferta que lhe é dirigida. É por essa razão que Paulo Câmara<sup>499</sup> afirma que «a exigência informativa em ofertas públicas corresponde ao padrão mais elevado de proteção informativa em todo o sistema financeiro — e, porventura, em todo o sistema jurídico privado». Essa exigência informativa tem por objetivo responder à necessidade de garantir a transparência e a proteção do mercado, do oferente e dos destinatários da oferta. Por outro lado, «reconhece-se existirem dificuldades visíveis para provocar a anulação ou a declaração de invalidade de contratos aquisitivos de valores mobiliários celebrados em massa, dada a dificuldade em promover a restituição do que foi prestado (art. 289.º CC)»<sup>500</sup>. Foi assim instituído, no artigo 124.º do CVM, o princípio da estabilidade da oferta, o qual significa que a oferta se deve *tendencialmente* manter e que o conteúdo desta deve ser *tendencialmente* imutável. A repetição propositada deve-se a estarmos perante um princípio (cuja aplicação é maleável)<sup>501</sup> e de o próprio preceito estabelecer, logo no n.º 1, três exceções — às quais adicionaremos duas outras: (i) a da revisão da oferta em caso de lançamento de oferta concorrente, e (ii) a da revisão da oferta que por imposição da CMVM em função das transações realizadas na pendência da OPA.

A primeira exceção prevista desde logo no artigo 124.º é a regulada no artigo 128.º e trata-se da alteração das circunstâncias. No âmbito da OPA, para verificar as alterações de circunstâncias juridicamente relevantes, é necessário atender a cada um dos requisitos do artigo 128.º do CVM. A par do artigo 437.º, n.º 1, do CC, o artigo 128.º do CVM exige que tenha havido uma *alteração* das circunstâncias, a qual terá também de incidir sobre as *circunstâncias que fundaram uma decisão*, ou seja as alterações das circunstâncias juridicamente relevantes no âmbito do mercado serão, abstratamente, aquelas que, tendo lugar no curso de um determinado negócio ou operação e tendo condicionado de certa forma a realização desse determinado negócio ou operação, os investidores do mercado não podiam *normalmente* contar com o seu aparecimento e que, por terem tido lugar, causaram uma grande desproporção entre as prestações das partes que compõem<sup>502</sup>.

---

<sup>499</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 547.

<sup>500</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 543.

<sup>501</sup> PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...* cit., p. 555 e ss. destacou que este princípio se revela em várias concretizações, referindo-se à estabilidade de conteúdo, do processo e a irrevogabilidade da oferta.

<sup>502</sup> PAULA COSTA E SILVA, «Ofertas públicas... cit., p. 139 destacou o facto de o regime do artigo 437.º, do CC ter sido pensado para o negócio jurídico bilateral — o contrato —, enquanto o artigo 128.º do CVM tem como pressuposto da sua aplicação o negócio jurídico unilateral. É essa a razão que justifica que neste último preceito, as circunstâncias que sofrem alterações têm de ser, ao contrário do que acontece no primeiro, as que fundamentaram a decisão de lançar a oferta do oferente e não as que fundamentaram as partes a contratar. Em ambos os casos estaríamos, por isso, a tratar de circunstâncias atinentes à *base objectiva do negócio*, já

Para verificar quais são então as circunstâncias que «hajam fundado a decisão de lançamento da oferta», devemos atender ao facto de no preceito do CVM se exigir que a alteração das circunstâncias do CVM sejam *meramente cognoscíveis* pelos destinatários, enquanto base objetiva do negócio, ao contrário de no artigo 437.º do CC — que exige o *conhecimento efetivo*. Repare-se que «serem cognoscíveis» difere de «serem efectivamente conhecidas» e a adoção do primeiro critério parece ter por objetivo assegurar a confiança no mercado, por forma a tutelar os destinatários —, pois só se for suscetível o conhecimento das circunstâncias pode uma alteração nelas ser invocada — sem, no entanto, descurar a posição do oferente. O critério da suscetibilidade do conhecimento parece apoiar-se na conceção da *pressuposição* de *Windschield*, onde a eficácia jurídica da alteração das circunstâncias se dá pelo canal da representação das partes<sup>503</sup>. Porém, como apontou Paula Costa e Silva<sup>504</sup>, mesmo que tal fosse exequível, essas exigências probatórias, por serem demasiado complexas, não se compaginam com o processo dinâmico e efémero das ofertas públicas. É através desta exigência que opera uma *objectivação* das circunstâncias que fundam a decisão de lançar uma oferta, através da sua ligação ao resto do mercado. Não basta que as circunstâncias que sofreram uma evolução anormal tenham servido de base à tomada de decisão do oferente: elas têm de ser cognoscíveis pelos destinatários.

---

ultrapassada pela doutrina. *Vide*, por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «Da alteração das circunstâncias... cit., p. 30, que considera que a «base do negócio tornou-se uma fórmula vazia», pois «tendo sido utilizada, sucessivamente, para exprimir uma orientação clara e firme, um conjunto de posições diversas, dentro de um tronco fundamental, uma série de respostas diferentes para o mesmo problema e, por fim, uma série de construções distintas para questões variadas, ela acabou por perder conteúdo dogmático e normativo». Ademais, é de recordar que «é possível ao oferente a objectivação de uma motivação sua, bastando, para o efeito, condicionar expressamente a mesma, nos termos dos números 3 e 4, do artigo 124.º» do CVM. DIOGO NOGUEIRA CELORICO DRAGO, *Ofertas públicas e alteração das circunstâncias*, relatório elaborado em sede do curso de Mestrado na FDUL, p. 16. Nos contratos de transmissão de participações sociais são tipicamente apostas cláusulas que identificam «*comportamentos a evitar*», devido ao seu carácter potencial de manipulação, até que tenha lugar a transmissão. A verdade é que a administração da sociedade visada tem bastante poder no que toca à deterioração das condições da oferta e o comprador sente-se na necessidade de se precaver quanto a eventuais condutas que possam ter essas consequências. Assim, aquelas cláusulas podem funcionar como cláusulas resolutivas do contrato ou cláusulas suspensivas que relevam para efeitos da revisão do preço. Alexandre Soveral Martins, «Transmissão de participações de controlo ...cit., pp. 42-43. As condições previstas no artigo 124.º do CVM acabam por ter o mesmo efeito no âmbito da OPA.

<sup>503</sup> Sobre a doutrina de WINDSCHIELD, *vide* António Menezes Cordeiro, «Da alteração das circunstâncias... cit., p. 17 e bibliografia aí citada, assim como do mesmo A., *Da Boa Fé* cit., pp. 969 e ss. e bibliografia aí referida. José de Oliveira Ascensão, «Onerosidade excessiva... cit., p. 520, refere que esta doutrina nunca conseguiu ultrapassar a aproximação uma condição tácita e, por isso, inadmissível. Parece-nos que o critério da lei civil assentou, aparentemente, em parte, na conceção da base do negócio de OERTMANN, de cariz subjetivista, fundadora da doutrina da base do negócio: assenta numa representação de uma parte reconhecida pela outra. De novidade, destacou Menezes Cordeiro, *Da Boa Fé*... cit., p. 1038, por comparação com a doutrina da *pressuposição*, a base do negócio traduz-se numa representação sobre a qual se formaria a vontade e, por outro lado, seria comum a ambas as partes. Foi criticada, essencialmente, devido a assentar num juízo psicológico das partes e, por isso, pela sua natureza subjetiva.

<sup>504</sup> PAULA COSTA E SILVA, «Ofertas públicas... cit., p. 139.

Falta apurar o critério, o padrão subjetivo com base no qual se concretiza esta suscetibilidade de conhecer, sendo que o CVM nada diz acerca deste assunto. Na nossa opinião, dever-se-á, então aferir a cognoscibilidade por relação a um investidor médio, por consistir num critério geral de cumprimento das obrigações e um padrão equilibrado, adaptável às circunstâncias concretas do caso. Tendo lugar uma alteração das circunstâncias que fundaram o lançamento da oferta, terá o oferente o poder de a modificar sem limites? Caso se decida pela imposição de limites, quais deverão ser? Repare-se que a norma do n.º 2 do artigo 129.º parece atribuir «um cheque em branco» ao oferente. Relembre-se que na lei civil, o artigo 437.º atribui o direito à parte lesada de pedir a modificação do contrato segundo juízos de equidade. Parece estranho que, apesar dos oferentes não terem limites ao seu poder de modificação da oferta, os aceitantes se mantenham vinculados à oferta e à sua modificação, independentemente dos novos termos. Poder-se-ia questionar se atendendo à letra da lei, no artigo 128.º: «(...) e mediante autorização da CMVM, modificar a oferta ou revogá-la», não seria de submeter ao crivo da CMVM a modificação da proposta, porquanto os aceitantes se encontram perante uma sujeição jurídica — sem poder impedir, verão os efeitos da modificação refletirem-se diretamente na sua esfera jurídica. Deixaria de competir à CMVM tão-só apreciar os requisitos da alteração das circunstâncias e, quando fosse proposta uma modificação da oferta, caberia a tarefa de «autorizar» o exercício desse direito após a análise da nova proposta de oferta e antes da sua divulgação, como determina o n.º 3 do artigo 129.º do CVM, por forma a tutelar os destinatários aceitantes da oferta. Porém, se recordarmos as regras da aceitação, verificamos que os destinatários aceitantes não se encontram perante uma verdadeira sujeição jurídica: determina o artigo 126.º, n.º 2, do CVM, que a aceitação poderá ser revogada até cinco dias antes de findar o prazo da oferta (ou outro, inferior, desde que tal esteja expresso nos documentos da oferta). Então, parece que os aceitantes não necessitam de tutela nestes casos, porquanto poderão revogar a sua oferta nos termos já referidos. A questão que agora nos surge é a de saber como se passam as coisas quando a alteração das circunstâncias tem lugar em prazo que não permite que a modificação realizada num prazo razoável seja exercida dentro daquele prazo. Antes de mais, comecemos por compreender o que se deve entender por «prazo razoável», que é exigido pelo artigo 128.º do CVM, mais uma vez utilizando a metodologia dos conceitos indeterminados para regular a realidade. O preenchimento do conceito de prazo razoável deverá por isso ser feita na situação em concreto, mas parece-nos importante lembrar algumas questões procedimentais das OPAs para tentarmos delimitar qual pode ser o prazo razoável. Ocorrendo uma alteração das circunstâncias, inicia-se a contagem do prazo razoável para a revogação ou modificação da

oferta pelo oferente. Porém, o exercício desses direitos encontra-se dependente da autorização da CMVM, como vimos. Parece que estamos então perante a necessidade de dois prazos: um para a autorização pela CMVM para o exercício do direito e outro para o seu efetivo exercício. As circunstâncias excecionais e a celeridade do procedimento onde se integram levam-nos a considerar que a ambos se aplica o requisito «razoável» e, à semelhança do que se impõe para a revisão da oferta, também a modificação desta ou a sua revogação deverá ter lugar o mais brevemente possível, de acordo com as circunstâncias concretas do caso e da alteração que tenha existido.

XXXI. Então retomemos a questão que deixámos em aberto: como resolver a situação em que a alteração das circunstâncias têm lugar em prazo que não permite que a modificação, realizada num prazo razoável, seja exercida dentro do prazo de até cinco para findar a oferta? Quando possível, tanto o prazo para a autorização da CMVM como a do exercício do direito deve conduzir a que estas duas ações tenham lugar previamente aos cinco dias antes do fim do prazo da oferta, à semelhança do exigido para a revogação desta e das aceitações, nos termos do artigo 126.º, n.º 2, do CVM. *Quid iuris* se a alteração das circunstâncias tem lugar após o início deste prazo? Este poderá constituir justamente um daqueles casos em que a CMVM deverá prorrogar o prazo da oferta, a fim de defender os interesses dos destinatários, tal como assim parece apontar o artigo 129.º, n.º 1, do CVM. O regime do artigo 128.º do CVM é desta forma um caso em que se protege a posição do oferente, abdicando-se pontualmente — embora não totalmente, como vimos — da proteção dos destinatários e do mercado. Outra questão relevante já colocada por Diogo Drago<sup>505</sup> é a da cumulação de revisões das ofertas, ou seja, tendo o oferente procedido à revisão da sua oferta, nos termos do artigo 184.º, e havendo posteriormente uma alteração das circunstâncias que preencha os requisitos do artigo 128.º, terá este direito a modificar de novo a sua oferta? Parece que sim, porquanto a álea inerente à oferta não assume proporções tão desproporcionais. Verificados os requisitos do artigo 128.º, o oferente encontra-se na mesma posição de desproteção e necessidade de tutela, independentemente de ter tido lugar ou não uma revisão por este da oferta. A concluir, queremos só destacar um último aspeto. A evolução das circunstâncias pode ser de tal forma anormal que perturba todos os pressupostos em que se baseavam a oferta, do ponto de vista do oferente. autorizado pela CMVM só ele sabe qual a melhor opção a tomar, pelo que não

---

<sup>505</sup> DIOGO NOGUEIRA CELORICO DRAGO, *Ofertas públicas* cit., p. 28.

deverá ser limitado o poder de escolha entre a revogação ou modificação da oferta — já atrás o defendemos —, cabendo apenas ao oferente a opção entre qual deles irá utilizar, de acordo com os interesses que manteve após a evolução anormal das circunstâncias. Porém, tal não acontece com o destinatário. Uma vez verificada a alteração de circunstâncias que o coloque na situação de desvantagem aquando da perturbação anormal do equilíbrio global da operação, apenas caberá o poder de revogar a sua oferta, porquanto ele não tem o poder de a alterar: limita-se a aceitá-la.

XXXII. Passando adiante a segunda exceção prevista no artigo 128.º — que diz respeito à revisão da OPV (artigo 172.º), a qual, tendo como pressuposto que a oferta se tornem 2% do valor total da oferta mais favorável aos destinatários<sup>506</sup>, será desconsiderada nesta sede, por não integrar o âmbito do presente estudo —, a última exceção ali prevista é relativa à revisão da OPA (nos termos do artigo 184.º do CVM)<sup>507</sup>. As demais exceções ao princípio da estabilidade da oferta, que não se encontram enunciadas no artigo 124.º são, como acima referido, (i) a da revisão da oferta em caso de lançamento de oferta concorrente, nos termos do artigo 185.º-B do CVM, e (ii) a da revisão da oferta que por imposição da CMVM em função das transações realizadas na pendência da OPA, de acordo com o disposto no artigo 180.º, n.º 3, às quais tomaremos especial atenção.

---

<sup>506</sup> Na OPV exige-se que o oferente reduza o preço de venda em pelo menos, 2%. Já na OPA, como veremos, exige-se que a oferta não contenha condições que a tornem menos favorável e o preço da contrapartida deve ser superior, pelo menos, em 2% à oferta precedente.

<sup>507</sup> A contrapartida da OPA pode ser influenciada por vários fatores, mesmo após a sua determinação pelo oferente. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, «Transmissão de participações de controlo ...cit., 2011, pp. 41 e 42, distingue três razões para influenciar do preço *a posteriori* num contrato de transmissão de participações de controlo (embora relativamente a sociedades fechadas), razões que podem facilmente ser adaptadas para efeitos de OPA: (i) informações que o comprador *ainda não tem* e que só vem a receber depois; (ii) elementos contabilísticos desatualizados em função da urgência na aquisição; (iii) lapso temporal durante o período da oferta, que poderão levar à revisão ou à retirada da oferta (voluntária). Não é aqui o lugar de analisar todas as vicissitudes a que pode estar a cotação de uma sociedade durante o período de uma oferta. Bastará pensar que a integração no mercado leva a que existam variados estímulos que são suscetíveis de produzir vicissitudes na cotação, a qual se encontra muito mais sensível. Essa vicissitude pode inclusivamente levar o oferente a rever a sua contrapartida. Como exemplos podem apontar-se a manipulação de mercado, existência de uma oferta concorrente, crise da sociedade, surgimento de informações relevantes quanto à sua situação financeira, perdas de oportunidades de negócios, não renovação de contratos, licenças, entre outros. Nem todas serão, como veremos, suscetíveis de permitir ao oferente a revisão da contrapartida, sem prejuízo das regras legalmente estabelecidas para o efeito no artigo 184.º, que permitem a revisão da contrapartida quanto à natureza e montante, desde que atribuam condições mais favoráveis do que a anterior e a contrapartida seja superior em, pelo menos, 2%.

XXXIII. O poder de modificação da oferta encontra regulação no CVM, mais propriamente no artigo 129.º. O n.º 1 desse preceito estabelece, desde logo, que a modificação da oferta constitui fundamento de prorrogação do respetivo prazo, decidido pela CMVM ou por iniciativa própria ou a requerimento do oferente. Tal como a revogação, também a modificação deve, de acordo com o n.º 3 do preceito mencionado, ser divulgada imediatamente, através dos meios iguais aos utilizados, desta vez, para a divulgação anúncio preliminar<sup>508</sup>. A regra que mais chama a atenção é, no entanto, a disposta no n.º 2 do artigo 129.º do CVM. Repare-se, dispõe este preceito que «as declarações de aceitação da oferta anteriores à modificação consideram-se eficazes para a oferta modificada». Vejamos as razões que levaram o legislador a consagrar esta disposição. Esta norma é, desde logo, uma manifestação do princípio da igualdade<sup>509</sup>, porquanto se coloca os acionistas que aceitaram a oferta antes da modificação nas mesmas condições daqueles que a vierem a aceitar após essa modificação. Por outro lado, esta «conversão» automática das aceitações anteriores à modificação só é legítima porque o oferente só pode modificar a oferta em condições mais favoráveis. Já assinalámos que a lei mobiliária permite, no artigo 124.º, remetendo para o artigo 184.º, a revisão da OPA numa outra situação: quando até cinco dias antes do fim do prazo oferta, o oferente reveja a sua oferta quanto à natureza e montante, assegurando, no entanto, que a oferta não terá condições que a tornem menos favoráveis do que a inicial e tendo a contrapartida um valor necessariamente superior ao daquela em, pelo menos, 2%. Também a modificação da oferta poderá ter lugar (embora não referido no artigo 124.º), aquando do lançamento de uma OPA concorrente, nos termos do n.º 1 do artigo 185.º-B, não tendo o oferente, no entanto, de obedecer às prescrições do artigo 184.º do CVM. Porém, fora destas situações, só no caso de se verificar uma alteração «substancial e imprevisível» das circunstâncias que fundaram o lançamento da oferta, poderá o oferente alterá-la: esta constitui uma fonte de vinculação muito forte para o oferente, sendo por essa razão *tendencialmente* imutável.

XXXIV. Quando o oferente toma a decisão de lançar a OPA, deve de imediato enviar o anúncio preliminar à CMVM, à sociedade visada e às entidades gestoras de mercados

---

<sup>508</sup> Recordamos que o anúncio preliminar, nos termos do n.º 1 do artigo 175.º do CVM, deve ser enviado pelo oferente à CMVM, à sociedade visada e às entidades gestoras dos mercados onde os valores mobiliários visados circulam.

<sup>509</sup> JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, A igualdade de tratamento... cit., p. 96 [87-111].

regulamentados nos quais os valores mobiliários da sociedade visada circulam. O registo prévio ou a sua recusa é comunicado no prazo de 8 dias (artigo 118.º, n.º 1, *a*), do CVM) a contar da receção do pedido de registo ou, se houver pedidos de esclarecimento, desde o seu fornecimento (na ausência de comunicação do registo, haverá indeferimento tácito nos termos do n.º 4 do artigo 118.º CVM). A oferta terá o prazo de vigência que for estabelecido em concordância com as suas características (artigo 125.º do CVM), mas só pode variar entre 2 e 10 semanas (n.º 1 do artigo 183.º CVM). Contudo, este prazo pode ser prorrogado pela CMVM (a pedido do oferente ou por própria iniciativa) nos casos em que seja necessário proceder à revisão da oferta, houver um lançamento de oferta concorrente ou quando a proteção dos interesses dos destinatários assim o justifique (n.º 2 do artigo 183.º do CVM).

Até 5 dias antes do fim do prazo da oferta, pode o oferente rever a contrapartida quanto a natureza e o montante (artigo 184.º, do CVM), sendo este é o mesmo prazo no qual é permitido o lançamento da oferta concorrente (artigo 185.º-A). O caso da revisão na OPA concorrente tem ainda sido pensado a propósito da imprevisibilidade da alteração das circunstâncias. Para além disso, aborda-se o regime da OPA concorrente<sup>510</sup>, regulado nos artigos 185.º a 185.º-B do CVM, encontrando-se prescrito que “*o lançamento da oferta concorrente constitui fundamento de revogação de ofertas voluntárias nos termos do artigo 128.º*”. Estranha-se esta remissão<sup>511</sup>. A OPA concorrente não constitui uma alteração imprevisível das circunstâncias, porquanto, em mercado regulamentado, é relativamente frequente que tais situações tenham lugar<sup>512</sup>. Por outro lado, o lançamento de uma OPA concorrente também não parece preencher os requisitos do excesso dos riscos inerentes à oferta, pois o lançamento da OPA concorrente consubstancia “um risco normal” inerente, quer ao lançamento de uma OPA, quer à aceitação por parte do destinatário, como atrás já se referiu. A remissão nem sequer tem por objetivo sujeitar a revogação à autorização da CMVM, porquanto a decisão de revogação é tomada unilateralmente nos termos do n.º 5 do artigo 185.º-B do CVM, e deve ter lugar até quatro dias após o lançamento da oferta concorrente. Já os aceitantes poderão, em caso de lançamento de uma OPA concorrente,

---

<sup>510</sup> Sobre este tema, vide MANUEL REQUICHA FERREIRA, «OPA concorrente», in CMVM, *Cadernos de Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 30, 2008, pp. 19-78.

<sup>511</sup> Ela não existia no âmbito do Cód.MVM, no artigo 565.º, n.º 1, onde já se conferia ao oferente concorrente anterior o poder de retirar a sua proposta ou modificá-la ou ainda mantê-la sem a alteração dos respetivos termos.

<sup>512</sup> Esta questão já foi inclusivamente tratada no acórdão do STJ de 16.05.2002, processo n.º 02b1145, FERREIRA DE ALMEIDA (relator), que é a de saber se uma OPA pode constituir uma alteração das circunstâncias para efeitos do artigo 437.º do CC, tendo o Supremo decidido (a nosso ver bem) que não, porquanto resulta do funcionamento normal do mercado.

revogar as suas aceitações até ao último dia do período de aceitações da oferta inicial, o qual, nos termos do artigo 126.º, n.º 2, do CVM, é o de até cinco dias antes de findar o prazo da oferta (se outra coisa não constar dos documentos da oferta). Questão que poderia ressaltar é a de saber o que acontece quando a OPA concorrente só surge após o início do prazo em que as aceitações já são irrevogáveis. Contudo, a lei previu estas situações e regulou-as, estabelecendo, nos termos do artigo 185.º-A, n.º 1, do CVM, que a oferta concorrente deverá ser lançada<sup>513</sup> até ao quinto dia anterior àquele em que termine o prazo da oferta inicial, ou seja, o prazo do artigo 126.º, n.º 2.

XXXV. Por último, quando em virtude das aquisições realizadas na pendência da oferta a contrapartida não se mostre equitativa (nos termos do artigo 180.º, n.º 3), poderá a CMVM exigir do oferente a revisão da contrapartida. Na alínea *a*) do n.º 3 do artigo 180.º diz respeito às OPAs voluntárias, pelo que lhe dedicaremos algumas linhas *infra*. No que respeita à alínea *b*) daquele preceito, aplicável em sede de OPA obrigatória, destacou Jorge Brito Pereira<sup>514</sup> que esta regra terá especial alcance, atendendo à presunção do artigo 188.º, n.º 1, alínea *a*) do CVM, que determina que um dos critérios de fixação do limite mínimo da contrapartida da OPA geral e universal é o do maior preço pago, na aquisição de valores objeto da oferta nos seis meses imediatamente anteriores ao anúncio preliminar, pelo oferente ou por qualquer das pessoas que consigo se encontrem numa das situações previstas no artigo 20.º do CVM. Na nossa opinião, encontramos aqui mais uma manifestação do princípio da contrapartida equitativa, apesar de a equidade apenas ser referida no âmbito da alínea *a*). Como acima defendemos, apesar de os requisitos do artigo 188.º, n.º 1, do CVM não parecem dizer respeito à equidade da contrapartida, no âmbito da lei mobiliária nacional — embora assim sejam considerado na Diretiva 2004/25/CE —, antes constituindo limites mínimos legais fixados (embora para um período temporal diferente), as diretrizes da UE têm aqui plena manifestação.

Considera ainda Jorge Brito Pereira<sup>515</sup> que, «contrariamente ao que ocorre no âmbito de aplicação do art. 188.º, a regra de revisão da contrapartida por efeito de aquisições realizadas na pendência da oferta não funciona de modo automático e, por outro lado, não se restringe ao

---

<sup>513</sup> Sobre o que querará significar esta expressão, abordando esta questão do prazo, vide MANUEL REQUICHA FERREIRA, «OPA concorrente... cit., pp. 19-26.

<sup>514</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *Direito dos Valores* ... cit., p. 18.

<sup>515</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *Direito dos Valores* ... cit., p. 18.



universo da OPA Obrigatória». Segundo o autor, «para efeitos do n.º 3 do art. 180.º, a revisão da contrapartida por efeito de aquisições subsequentes ao anúncio preliminar não é automática, dependendo antes de uma decisão da CMVM, que apenas será tomada se entender que, por efeito de tais aquisições, a contrapartida inicial não se mostrar equitativa». Neste caso, o legislador nacional parece ter seguido uma via diferente da prevista na *rule 9.5 (b)* do *Takeover Code*, onde não restam dúvidas de que essa revisão será, no caso da *mandatory bid*, automática.

XXXVI. Apesar de concordarmos com Jorge Brito Pereira, existem vários aspetos que na nossa opinião merecem ser destacados a este respeito e que não podem ficar sem uma palavra. Uma vez que alteração da contrapartida em sede de OPA não tem lugar automaticamente, sendo necessária uma decisão da CMVM nesse sentido — decisão que repare-se, determina o oferente a rever a contrapartida, não cabendo à CMVM a revisão da contrapartida —, a verdade é que esta poderá ter efeitos relevantes, especialmente no âmbito de uma oferta obrigatória. A redação do 180.º, n.º 3, alínea *b)*, parece estabelecer uma verdadeira obrigação do oferente rever a contrapartida, não se encontrando nos poderes discricionários da CMVM decidir, consoante o seu entendimento sobre a equidade da contrapartida. Doutra forma, estar-se-ia a desvirtuar a *ratio* subjacente ao artigo 188.º, n.º 1 do CVM: o oferente teria a capacidade de discriminar positivamente os acionistas com quem decidisse transacionar fora do mercado, ao abrigo de autorização da CMVM, nos termos do artigo 180.º do CVM. Não o podendo realizar nos seis meses anteriores (em que de facto tinha adquirido o controlo *efetivo e de facto* ao anterior controlador, nos casos em que existisse um controlo prévio, caso em que haveria justificação para fazer a distinção quanto ao preço), poderia depois beneficiar os acionistas, cujas participações sociais, não obstante pertencerem à mesma categoria que a de alguns dos outros acionistas, nada mais tinham em relação às destes. Neste sentido, poder-se-á questionar se poderão os acionistas livres requerer à CMVM que ao abrigo do artigo 180.º, n.º 3, alínea *b)*, determine o oferente na revisão da contrapartida. E a resposta não poderá deixar de ser positiva, independentemente de estes terem ou não aceitado a oferta, porquanto a contrapartida passou a ser inferior à que é estabelecida pela alínea *b)* do n.º 3 do artigo 180.º do CVM, sendo por isso ilegal. Assim, nestes casos, no nosso entender, os acionistas livres têm um verdadeiro direito subjetivo à revisão da contrapartida em sede de OPA obrigatória, podendo recorrer aos mecanismos legais essenciais à defesa dos seus direitos (incluindo, pela proposição de acções cautelares e

acções destinadas à condenação à prática de acto devido). O princípio da equidade da contrapartida assim o impõe.

XXXVII. Imagine-se então que, após determinação da contrapartida e não emissão de um juízo no sentido de não equidade da mesma pela CMVM antes do lançamento da oferta, o acionista ou pessoas que com ele se encontrem em situação prevista no artigo 20.º do CVM efetuaram transações que desencadeiem os efeitos previstos na alínea *b*) do n.º 3 do artigo 180.º do CVM. Poder-se-á colocar a de saber se a CMVM terá a faculdade de designar um auditor independente para fixar a contrapartida mínima, nos termos do artigo 188.º. Apesar de da alínea *a*) do n.º 3 do artigo 180.º resultar que a contrapartida pode não ser equitativa subsequentemente, pensamos que não. A definição da contrapartida tem lugar em momento próprio pelo que, não se verificando nenhuma das circunstâncias previstas no artigo 128.º, o valor da contrapartida mínima será o que resultar da transação efetuada que desencadeou o artigo 180.º, n.º 3, alínea *b*), não podendo a CMVM realizar novo julgamento ao abrigo do artigo 188.º quanto ao montante mínimo da equidade, encontrando-se limitada à faculdade de requerer ao oferente a revisão do valor da contrapartida nos termos da alínea *b*) do n.º 3 do artigo 180.º do CVM.

XXXVIII. Uma dúvida que ressalta é a de saber como compatibilizar esta revisão com o disposto no já referido artigo 184.º, que regula o prazo e os termos da revisão da OPA. Neste caso, pensamos que a resposta não pode deixar de ser a de que esta regra é aqui plenamente aplicável. Não só para isso contribui o elemento sistemático<sup>516</sup>, como também são as «regras do jogo», com as quais o oferente conta quando decide transacionar fora do mercado os valores mobiliários objeto da oferta, ao abrigo de uma autorização da CMVM e nos termos do n.º 1 do artigo 180.º. Nestes termos, a revisão terá de ter lugar até cinco dias antes do fim do prazo oferta, e o oferente que reveja a sua oferta quanto à natureza e montante, terá no entanto de assegurar que a oferta não terá condições que a tornem menos favoráveis do que a inicial e tendo a contrapartida um valor necessariamente superior ao daquela em, pelo menos, 2%.

---

<sup>516</sup> De notar que o silêncio do legislador levaria a tomar em consideração a regra do prazo supletivo de 10 dias, previsto no CPA. Contudo, a interpretação sistemática e a natureza especial do procedimento da OPA impõe a interpretação que fazemos no texto.

Outra questão que não poderá ser descurada é a de saber da aplicação analógica da alínea *b*) do n.º 3 do artigo 180.º do CVM no âmbito de oferta voluntária que tenha em vista preencher os requisitos do artigo 189.º, n.º 1, alínea *a*) do CVM. Pensamos que aqui não existe lacuna por parte do legislador, mas antes constituirá um ónus do oferente submeter-se à regra da alínea *b*) e, naturalmente, sem prejuízo da plena aplicação da alínea *a*) do n.º 3 do artigo 180.º do CVM. Se ele pretender de facto beneficiar da derrogação à obrigação de lançamento de uma OPA obrigatória, prevista no artigo 189.º, n.º 1, alínea *a*) do CVM, ele deverá, em conformidade, rever a contrapartida da OPA. Caso contrário, uma vez apurados os resultados da sua oferta, se se verificar que ele ultrapassou os limiares previstos no artigo 187.º, ele será obrigado a lançar uma OPA geral e universal aos restantes valores mobiliários, com respeito pelas regras da OPA obrigatória (e, claro, do artigo 188.º).

XXXIX. Pode ainda questionar-se se o disposto na alínea *a*) do n.º 3 do artigo 180.º do CVM constitui um alargamento da aplicação do princípio da equidade da contrapartida à contrapartida da oferta voluntária, regulada pelo artigo 177.º do CVM. Consideramos que não. Como teremos oportunidade de verificar, esta extensão da aplicação do princípio da equidade da contrapartida apenas tem lugar num momento subsequente, no âmbito das transações na pendência da oferta, regendo-se a contrapartida da OPA voluntária simplesmente pelos critérios do artigo 177.º. Por um lado, princípio da autonomia privada assim o impõe e a letra do artigo 188.º — aplicável apenas às ofertas obrigatórias — assim o confirma. Por outro lado, a CMVM, enquanto entidade reguladora, não é competente para intervir neste momento porque os interesses que o legislador visou proteger encontram-se determinados e são temporal limitados a um período que não o presente (o da pendência da OPA).

Ao contrário do disposto no artigo 188.º, a regra do artigo 180.º é aplicável a todas as ofertas. Neste sentido, como verificámos acima, no âmbito da OPA voluntária, é aplicável a alínea *a*) do n.º 3 do artigo 180.º do CVM. A *ratio* deste preceito funda-se, como notou Jorge Brito Pereira, no princípio da igualdade de tratamento entre acionistas na pendência de uma oferta, previsto no 112.º do Código, que constitui o oferente a obrigação de tratar todos os destinatários da oferta em termos igualitários<sup>517</sup>. O artigo 180.º faz menção expressa à equidade da contrapartida, atribuindo à CMVM o poder discricionário de fazer um *juízo*

---

<sup>517</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *Direito dos Valores ... cit.*, p. 18.

*fundamentado* — porquanto constitui um acto administrativo — sobre o preço estabelecido em aquisições realizadas após o anúncio preliminar sobre os valores mobiliários que são objeto da oferta e que teve lugar nos termos da autorização prevista na alínea *a)* do n.º 1 do artigo 180.º do CVM. Em resultado dessas transações, poderá a contrapartida que pelo oferente foi livremente fixada no momento do anúncio preliminar deixar de ser equitativa no entender da CMVM. E neste caso, verifica-se mais uma intromissão do Direito na autonomia privada do oferente: a CMVM produzirá uma decisão na qual exige ao oferente a revisão da sua oferta<sup>518</sup>.

#### *2.3.4. Conduta da administração da sociedade visada como potencializadora do prémio de controlo — o relatório da administração da sociedade visada*

XL. A proteção dos acionistas *outsiders* em sede de OPA (e, em especial, no âmbito da OPA obrigatória) encontra uma nova dimensão realizada através da constituição da administração da sociedade visada pela oferta num conjunto de deveres, constantes do artigo 181.º do CVM, que transpõem para o ordenamento jurídico nacional o disposto no artigo 9.º, n.º 5, da Diretiva 2004/25/CE. Por força do mencionado artigo, é imposta ao órgão de administração da sociedade visada a elaboração, dentro de oito dias a contar da receção dos projetos de prospeto e de anúncio de lançamento de um relatório elaborado nos termos do artigo 7.º<sup>519</sup>, sobre a oportunidade e as condições da oferta, a enviar ao oferente, à CMVM e divulgar ao público<sup>520</sup>. O mesmo deverá acontecer no prazo de cinco dias após a divulgação de adenda aos documentos da oferta.

---

<sup>518</sup> O recurso pelo legislador ao princípio da equidade neste caso específico poderia levar o intérprete-aplicador à tentação de questionar se, nestes casos em que a CMVM produz uma decisão na qual exige, nos termos da alínea *a)* do n.º 3 do artigo 180.º do CVM, exige ao oferente a revisão da sua oferta, faria sentido recorrer ao poder de designar um auditor independente para fixar o valor mínimo da contrapartida, a custos do oferente. Mas repare-se que seria uma dupla intromissão na autonomia do oferente, fazendo sentido que a contrapartida seja revista em conformidade com o valor que resultou da transacção realizada fora do mercado regulamentado.

<sup>519</sup> Chamamos a atenção que a elaboração do relatório aqui em causa deverá respeitar o disposto no artigo 7.º do CVM, respeitante à qualidade da informação. É este artigo que consagra expressamente os princípios da completude, verdade, atualidade, clareza, objetividade e licitude na transmissão de quaisquer informações respeitantes, designadamente, a ofertas públicas de valores mobiliários e a emitentes.

<sup>520</sup> Embora não apresentados no âmbito de OPAs obrigatórias, existem dois relatórios que não podem deixar de ser tomados em conta na análise do artigo 181.º do CVM: (i) o relatório da administração do Banco BPI, SA, emitido a 10.04.2006, relativamente à OPA preliminarmente anunciada pelo Banco Comercial Português no dia 13.06.2006 (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), com sucessivas actualizações) e (ii) o relatório da administração da Portugal Telecom, SGPS, S.A., de 06.03.2006, emitido no âmbito da OPA preliminarmente anunciada a

O conteúdo do relatório da administração da sociedade visada encontra-se legalmente orientado, devendo conter, designadamente, um parecer autónomo e fundamentado sobre, pelo menos, (i) o tipo e o montante da contrapartida oferecida; (ii) os planos estratégicos do oferente para a sociedade visada; (iii) as repercussões da oferta nos interesses da sociedade visada, em geral, e, em particular, nos interesses dos seus trabalhadores e nas suas condições de trabalho e nos locais em que a sociedade exerça a sua atividade; e (iv) a intenção dos membros do órgão de administração que simultaneamente sejam acionistas da sociedade visada, quanto à aceitação da oferta. No âmbito de uma oferta, cumpre assim a esta entidade manifestar uma opinião acerca da oferta elaborada, não só no que toca à contrapartida estabelecida, mas também aos efeitos potenciais da oferta para a sociedade e seus *stakeholders*, *maxime* os seus trabalhadores<sup>521</sup>. É no parecer fundamentado sobre o tipo e montante da contrapartida oferecida que encontramos mais uma manifestação do princípio da equidade e justificação da contrapartida<sup>522</sup>.

Em particular, no que respeita à elaboração de um parecer respeitante à contrapartida em sede de OPA obrigatória, o relatório do órgão de administração deverá ter sempre em consideração o disposto no artigo 188.º do CVM quanto ao valor mínimo da contrapartida. É inclusivamente possível verificar em alguns relatórios que os mesmos concluem não só por um parecer acerca do tipo e montante da contrapartida oferecida (n.º 2, alínea *a*) do artigo 181.º) e pelas repercussões da oferta nos interesses da sociedade visada (alínea *c*) do mesmo número), mas em particular pelo impacto da contrapartida nos interesses dos acionistas<sup>523</sup>.

---

06.02.2006, pelas Sonaecom SGPS S.A. e a Sonaecom-B.V. (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), com sucessivas actualizações).

<sup>521</sup> Se, no caso de OPAs voluntárias, o oferente é um *outsider*, no caso de OPAs obrigatórias, este já será um acionista da sociedade. Não será então de olvidar o possível surgimento de conflitos de interesses neste âmbito. É que, note-se, perante uma OPA obrigatória, os membros do órgão de administração já se encontrarão naturalmente obrigados a um dever de lealdade para com o oferente, uma vez que este assume de antemão a qualidade de acionista. Por outro lado, existirá um incentivo ao favorecimento da intenção deste, o qual se tornará controlar. Como vimos, o lançamento de ofertas públicas de aquisição, exerce uma forte pressão sobre o órgão de administração da sociedade visada. Neste sentido, e embora tal órgão se encontre vinculado à elaboração de um relatório fundamentado, verdadeiro e objetivo, bem como a um comportamento pautado pela boa-fé, designadamente quanto à correção da informação e quanto à lealdade do comportamento (artigo 181.º, n.º 5, alínea *d*)), sempre será de considerar a possibilidade de o mesmo ter incentivo a comportar-se em benefício do oferente, pronunciando-se assim a favor da oportunidade e condições da oferta, mesmo que em detrimento dos acionistas.

<sup>522</sup> Para um estudo desenvolvido deste relatório, vide ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva)*... cit., pp. 116 e ss..

<sup>523</sup> A título de exemplo, cfr. Relatório do Conselho de Administração do Banco Totta e Açores, S.A. sobre a oferta Pública de Aquisição anunciada pela Santusa Holding, S.L., no qual se conclui que a contrapartida «é apropriada e salvaguarda os interesses dos destinatários da oferta tutelados pelo regime imperativo das Ofertas Públicas de Aquisição Obrigatórias», Relatório do Conselho de Administração da Brisa-Autoestradas de Portugal, S.A. sobre a oportunidade e condições da oferta pública geral e obrigatória de aquisição das ações da Brisa-Autoestradas de

Pretendendo o legislador que os acionistas *outsiders* tenham acesso a uma contrapartida justa e equitativa no exercício do direito de *exit*, e perante as assimetrias de informação que derivam do funcionamento normal do mercado, o legislador consagrou esta imposição, que é relevante na medida em que, e como aponta a epígrafe do artigo 181.º, o relatório consubstancia um dever de atuação da sociedade visada, realizado por meio do seu órgão de administração. Deste modo, a administração da sociedade visada, composta pelo conjunto de indivíduos que, em princípio, estará melhor informado quanto à situação da sociedade visada, é obrigada a pronunciar-se sobre o valor e natureza da contrapartida, com uma dupla finalidade: (i) permitir aos acionistas não controladores, e ao mercado em geral, terem acesso uma opinião fundamentada sobre a oferta, orientada em particular para as condições da sociedade visada e para as consequências que a oferta terá sobre esta e sobre os seus acionistas; e (ii) auxiliar a própria CMVM no controlo da contrapartida<sup>524</sup>, no caso em tenha acesso a factos supervenientes que motivem a necessidade da revisão da contrapartida.

Chamamos ainda atenção para que os deveres de proteção do órgão de administração não se esgotam no dever de realização do relatório, estendendo-se também a deveres de informação e conduta. No que respeita aos deveres de informação a que se encontra sujeito a partir do momento de publicação do anúncio preliminar, até à publicação dos resultados da oferta, o órgão de administração da sociedade visada fica vinculado a prestar informação diária à CMVM acerca das transações realizadas pelos seus titulares sobre valores mobiliários emitidos pela sociedade visada ou por pessoas que com esta estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º, bem como prestar todas as informações que lhe venham a ser solicitadas por esta autoridade no âmbito das suas funções de supervisão. Deve ainda o órgão de administração informar os representantes dos seus trabalhadores ou, na sua falta, os trabalhadores sobre o conteúdo dos documentos da oferta e do relatório por si elaborado, assim que estes sejam tornados públicos.

---

Portugal, S.A lançada pela Tagus Holdings, S.à.r.l., objeto de anúncio preliminar publicado em 29 de Março de 2012, onde o conselho de administração, no contexto da análise da contrapartida, «recomenda que cada acionista decida vender ou não as suas ações na Oferta em função dos eus próprios objetivos e horizonte temporal de investimento».

<sup>524</sup> Sobre a análise da contrapartida no ordenamento jurídico dos EUA, onde é tradicional solicitar um parecer sobre o mérito da oferta, *vide* ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva)*... cit., pp. 120 e ss., que destaca que esta *fairness opinion* é geralmente requerida a bancos de investimentos ou a analistas financeiros independentes. Quanto ao cálculo do valor da sociedade, destaca o autor que «não deve atender-se somente ao valor de mercados das ações (que não reflecte o prémio de controlo), mas ter-se em conta o valor intrínseco da sociedade».

Pelo que é possível verificar, estabelece o artigo 181.º um dever de atuação controlada e isenta do órgão de administração da sociedade visada. Ao invés de adotar comportamentos defensivos, este deverá agir em defesa do interesse da sociedade e seus acionistas por meio de uma análise objetiva das possíveis repercussões da oferta<sup>525</sup>. À mesma conclusão se pode chegar por meio do disposto no artigo 182.º, o qual estabelece um conjunto de limitações ao comportamento do órgão de administração, restringindo-o, *grosso modo* aos procedimentos ligados à gestão corrente, não podendo ser praticados atos que alterem de modo relevante a situação patrimonial da sociedade visada.

Não se pretende neste local entrar na questão de política legislativa colocada por Eddy Wymeersch<sup>526</sup>, que é a de saber se o papel do conselho de administração deveria ser o de defender o valor da sociedade ou de também tentar garantir a independência da sociedade — que, no caso da OPA obrigatória, já se encontra obviamente prejudicada —, declarando que o oferente em nada vai beneficiar a sociedade no futuro<sup>527</sup>, mas tão-somente demonstrar o potencial impacto do comportamento do órgão de administração da sociedade visada, em particular, do parecer por este emitido, para a determinação final do valor da contrapartida e eficácia da oferta – em especial, como meio de proteção dos acionistas<sup>528</sup>.

Finalmente tenha-se ainda em conta que a administração da sociedade visada se encontra numa situação de risco de conflito de interesses. Embora ressalte a função protetora dos acionistas *outsiders* e dos *stakeholders* no seio da OPA, no âmbito da OPA obrigatória, a administração da sociedade encontra-se, não perante um oferente que pretende obter o controlo da sociedade visada, mas antes perante um acionista que já é controlador daquela sociedade, com poderes de designação e destituição dos membros do conselho de

---

<sup>525</sup> A este respeito, ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva)*... cit., p. 118, afirma que a administração deverá «apresentar aos accionistas uma estimativa do valor real das suas acções, para o que deverá ser tida em conta a suusceptibilidade de produção de dividendos futuros e outras distribuições de bens esperadas, (v.g. *spin-off*) de valorização da participação no mercado e até a eventualidade de futuras novas OPA's sobre a visada, além de incorpora um prémio de controlo. A estimativa poderá ser mais ou menos conservadora, consoante a menor ou maior probabilidade dos pressupostos futuros em que assenta».

<sup>526</sup> EDDY WYMEERSCH, *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, Financial Law Institute Working Paper n.º 2008-01, 2008, p. 2, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1086987](http://www.ssrn.com/abstract=1086987).

<sup>527</sup> Alguns dos instrumentos mais agressivos que afetam os ativos da empresa durante a oferta pública de aquisição, particularmente eficazes nas OPAs hostis, são, como notam FRANCISCO JOSÉ LEÓN SANZ, *Los Mecanismos de Control Reforzados* ... cit., p. 4, opções de compra ou de ajuste sobre os activos particularmente significativos, provisões para rescisão antecipada dos contratos de mudança de controle, rescisão de empréstimos e os contratos de financiamento ou até mesmo a realização de reestruturação societária.

<sup>528</sup> JOHN C. COFFEE (JR.), *Do Norms Matter?*... cit., p. 24.

administração<sup>529</sup>. Por essa razão, caberão aos acionistas, ao mercado em geral e à CMVM, atender a este facto na análise do relatório emitido.

### 2.3.5. Contrapartida na Aquisição Potestativa

XLI. A contrapartida na aquisição potestativa não integra o objecto do nosso estudo. Apesar disso, recordamos que o n.º 1 do artigo 194.º do CVM determina que quem, na sequência do lançamento de oferta pública de aquisição universal em que seja visada sociedade aberta que tenha como lei pessoal a lei portuguesa, atinja ou ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento dos resultados da oferta e 90% dos direitos de voto<sup>530</sup> abrangidos pela oferta pode, nos três meses subsequentes, adquirir as ações remanescentes mediante contrapartida justa, em dinheiro, calculada nos termos do artigo 188.º<sup>531</sup>. Uma vez que esta aquisição opera mediante OPA, não podemos deixar de fazer referência a que, muitas das conclusões a que se chegaram no âmbito do presente estudo, terão aplicação *cum grano salis*, porque, repare-se «o risco de abuso por parte do (agora) acionista controlador qualificado é muito maior, porque os accionistas remanescentes perderam o espaço de liberdade decisória de que gozavam enquanto destinatários da oferta»<sup>532</sup>.

---

<sup>529</sup> Esta situação verificou-se por exemplo no âmbito da OPA obrigatória, preliminarmente anunciada pela Tagus Holdings S.à r.l. sobre a Brisa - Auto Estradas de Portugal, SA em 29.03.2012. No relatório elaborado pelo conselho de administração em 29.03.2012 (relatório disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), verificou-se que em que dos 14 membros do conselho de administração, 9 eram não independentes, sendo que 8 se devia a terem ligações relevantes com o oferente, o que ficou devidamente discriminado naquele relatório.

A situação é no entanto diferente da que surge no relatório do conselho de administração da COFACO – Comercial e Fabril de Conservas, S.A. no âmbito da OPA obrigatória previamente anunciada pela Stone Holding Company Limited 03.10.2006 (relatório disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), em existia um administrador que era representante do oferente e, por essa razão se absteve de subscrever o relatório que foi assinado pelos restantes administradores.

<sup>530</sup> Aqui relevam os direitos de voto, enquanto no CSC relevam 90% do capital social. Destacando este aspecto, ANA RITA NASCIMENTO, «Direito dos sócios... cit., p. 1004 [985-1025].

<sup>531</sup> Sobre a contrapartida na Aquisição Potestativa nos termos do artigo 194.º, *vide* em especial, HUGO MOREDO SANTOS, «Aquisição Tendente...cit., pp. 367 e ss. [275-402]. De notar que em resposta ao relatório da FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER LLP, denominado *Reform of the EU Takeover Directive and of German Takeover Law — Surgery Report*, e coordenado por CHRISTOPH H. SEIBT, KLAUS J HOPT, que foi apresentado em Novembro de 2011, p. 40 (disponível em [www.betterregulation.com](http://www.betterregulation.com)), os inquiridos (de nacionalidade alemã) preferiram que a contrapartida seja calculada à data da operação e não que tenha a mesma contrapartida apresentada no âmbito da OPA obrigatória.

<sup>532</sup> HUGO MOREDO SANTOS, «Aquisição Tendente...cit., p. 367 [275-402].



### 3. Prémio de controlo. Conceito, estrutura e fundamento.

I. Muito já foi escrito em Portugal com referência ao «prémio» e «prémio de controlo», sem, porém, este ser devidamente detalhado ou trabalhado no âmbito jurídico. São vários os estudos que a propósito da OPA obrigatória (em especial, no que se refere ao seus fundamentos) lhe fazem referência, todavia este é sempre referido numa ótica de conceito económico indeterminado. O prémio de controlo não é hoje um fenómeno novo, sendo já conhecido há muito pelos *players*, inclusivamente, no mercado de capitais português. A título de exemplo, Ana Perestrelo de Oliveira afirma que «este mais não representa, como é sabido, do que a contrapartida do poder de gestão da sociedade, que acresce ao valor patrimonial das ações e que se justifica pelo facto de o investidor poder exercer a direção da sociedade e gerir diretamente o seu investimento, conservando o domínio sobre o mesmo, ao contrário do que sucede com os acionistas minoritários, desprovidos de qualquer influência sobre as decisões empresariais»<sup>533</sup>. Tal como acontece quanto ao preço de uma participação social, também o prémio de controlo pode ser visto de várias perspetivas, embora não totalmente coincidentes<sup>534</sup>. Menezes Falcão<sup>535</sup> confirma que se traduz «na diferença positiva de preço relativamente ao que seria de pagar pela mera soma dos valores das ações individualmente consideradas que integram a posição de controlo», refletindo a contrapartida do poder de gestão. Noutra perspetiva — a do adquirente do controlo —, explica ainda aquele autor<sup>536</sup> que o «prémio de controlo representa uma parte antecipada do aumento do valor da participação adquirida que o comprador espera obter através da mudança dos titulares dos órgãos de gestão e de um aproveitamento mais rentável dos recursos da empresa adquirida». Já JOSÉ HORTA OSÓRIO<sup>537</sup> numa perspetiva mais económica, entende que este consiste «na diferença, para mais, paga por valores mobiliários à sua cotação na data da oferta pública de aquisição (ou em relação ao valor de mercado), em consequência da obtenção de controle da sociedade». As definições referidas não permitem elucidar o intérprete quanto a tudo o que poderá ser integrado no prémio, uma vez que este parece ser constituído por várias componentes. Nelas se denota a amplitude (e indeterminação) estrutural do valor que lhes está subjacente: este

---

<sup>533</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, em *Grupos de Sociedades...* cit., p. 457 e em «OPA obrigatória e controlo indireto», in *RDS*, IV, 2012, n.º 3, p. 597 [593-661].

<sup>534</sup> Para analisar o preço da contrapartida numa transação que envolve o domínio de uma sociedade, é necessário desde logo apurar quem cede a posição de domínio, em que condições e quem a adquire.

<sup>535</sup> MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 193.

<sup>536</sup> MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 193.

<sup>537</sup> JOSÉ HORTA OSÓRIO, *Da Tomada...* cit., p. 118, nota 180.

dependerá do investimento do controlador, dos mecanismos de controlo disponíveis ao seu dispor, da *intensidade* do exercício do controlo, do que representa para o controlador o controlo sobre essa *concreta* sociedade, entre outros fatores. Ademais, as perspetivas nem parecem ser totalmente coincidentes.

II. O termo «prémio de controlo» surgiu na década de 30 do século XX, pela observação de que as cotações das sociedades abertas formadas no mercado regulamentado têm por base, na sua maioria, transações de posições pequenas dos acionistas não controladores, sem tomar em conta os preços praticados nas transações que envolvem posições de controlo. Costuma pois dizer-se que o valor daquelas cotações corresponde ao *marketable minority interest*<sup>538</sup>. O valor das sociedades abertas é estandardizado pela sua conversão em múltiplas variáveis financeiras, como «*earnings before interest*», «*taxes*», «*depreciation and amortization*» ou *EBITDA* (entre outros), sendo a média dos resultados desse grupo de variáveis multiplicado pelo *EBITDA* da sociedade objeto de valoração, para obter um valor estimado dessa sociedade<sup>539</sup>. Como destacou Bradford Cornell<sup>540</sup>, uma vez que os métodos de avaliação têm por base o *marketable minority interest*, os resultados são muitas vezes referidos como constituindo o «*marketable minority*» *estimate of value*. Estas conclusões foram reforçadas pela observação de que um prémio é geralmente oferecido por investidores que pretendem adquirir o controlo sobre uma sociedade aberta<sup>541</sup>, tendo-se deduzido que esta diferença de valor representaria, pelo menos, o valor do controlo, embora estudos posteriores viessem a destacar que não é apenas o valor do controlo que incrementa o preço das ações nas transações de blocos de controlo.

Para analisar o prémio, entendemos que este deve ser, antes de mais, apresentado numa perspetiva económica para, posteriormente, poder ser ensaiada uma definição a ser trabalhada juridicamente. O Direito deve, tendencialmente, adaptar-se às situações da realidade económica e comercial em que os agentes desenvolvem as suas atividades, sendo que muitas

---

<sup>538</sup> ERIC W. NATH, «Best practices regarding control premiums: comments regarding the appraisal foundation's proposed white paper on control premiums», in *Journal of Business Valuation*, Vol. 2, 2011, p. 26 [25-30], disponível em [www.ericnath.com](http://www.ericnath.com). Também assim, BRADFORD CORNELL, *Guideline Public Company Valuation and Control Premiums: An Economic Analysis*, 2013, p. 1, disponível em [www.people.hss.caltech.edu](http://www.people.hss.caltech.edu).

<sup>539</sup> BRADFORD CORNELL, *Guideline Public Company Valuation and Control Premiums: An Economic Analysis*, 2013, p. 1, disponível em [www.people.hss.caltech.edu](http://www.people.hss.caltech.edu).

<sup>540</sup> BRADFORD CORNELL, *Guideline Public Company Valuation and Control Premiums: An Economic Analysis*, 2013, p. 1, disponível em [www.people.hss.caltech.edu](http://www.people.hss.caltech.edu).

<sup>541</sup> ERIC W. NATH, «Best practices... cit., p. 26 [25-30].

vezes, porém, a sua intervenção é corretiva, no sentido de não dar oportunidade aos agentes construírem as operações cujas consequências poderiam ser prejudiciais e que seriam causadas por enraizamento de práticas no mercado. Economicamente, a expressão «prémio de controlo» tem vindo a ser definido como a «*diferença entre o preço pago pelo valor mobiliário em causa e o seu valor de mercado*»<sup>542</sup>. O conceito económico apresentado, não obstante balizar-nos para um concreto valor — tal como as primeiras definições apresentadas — fornece-nos uma fórmula de cálculo concreta, mas não nos apresenta o fundamento da diferença entre os preços referidos, que a definição de Ana Perestrelo de Oliveira tem o mérito de fazer. Noutra perspetiva, o *International Glossary of Business Valuation Terms* define «*control premium*» como «*an amount or percentage by which the pro rata value of a controlling interest exceeds the pro rata value of a non-controlling interest in a business enterprise, to reflect the value of control*».

A verdade é que quando um acionista detém o controlo, as suas ações valorizam. Tanto a intuição comercial como a observação empírica denotam que a presença das referidas prerrogativas do controlo podem influenciar o valor do negócio inerente à detenção de ações sobre uma sociedade. Portanto, qualquer acionista que pretenda adquirir o controlo, estará disposto, quando antecipe benefícios económicos futuros<sup>543</sup>, a pagar uma quantia superior àquela que pagaria por ações que não lhe confirmam o controlo sobre a mesma sociedade. Esta quantia paga adicionalmente ao preço da ação e que o integra é denominada de «prémio» e, muitas vezes, de «prémio de controlo»<sup>544</sup>. A resposta às questões de saber qual a extensão deste prémio e em que circunstâncias deverá ser acrescentado ao preço, bem como em que circunstâncias deverá ser distribuído, tem atormentado a doutrina financeira e jurídica um pouco por todo o mundo nas últimas décadas<sup>545</sup>.

---

<sup>542</sup> HUGO RICARDO ARAÚJO, «A Oferta Pública Obrigatória», in *Revisores & Empresas*, Julho/Setembro, 2006, p. 55, disponível em [www.oroc.pt](http://www.oroc.pt).

<sup>543</sup> Incluindo (mas não só) a extração de BPC, decorrentes de uma mais competente gestão por si designada, de ganhos de economia de escala esperados ou outros proveitos, pela integração da sociedade visada num grupo, ou pelo reconhecimento da existência de ativos subavaliados ou passivos sobreavaliados. Neste sentido HUGO RICARDO ARAÚJO, «A Oferta Pública Obrigatória...cit.», p. 55.

<sup>544</sup> Existem evidências empíricas da existência deste prémio. Veja-se, por exemplo, GIAN MARCO CHIESI e EUGENIO PAVARANI, *Il premio per il controllo nel settore bancario italiano*, disponível em [www.unipr.it](http://www.unipr.it), onde analisam o prémio de controlo no mercado bancário italiano entre 1988 e 2004.

<sup>545</sup> BRADFORD CORNELL, *Guideline Public Company Valuation and Control Premiums: An Economic Analysis*, 2013, p. 1, disponível em [www.people.hss.caltech.edu](http://www.people.hss.caltech.edu).

III. O acionista controlador, quando vende a sua participação social, pretende muitas vezes obter uma remuneração pelos riscos que assumiu pelo exercício do controlo — os custos acima identificados como privativos do controlo. Os acionistas com participações insignificantes estão em situações diferentes dos acionistas com participações de controlo — tão diferentes que estas últimas originaram o já referido mercado de controlo paralelo. Por outro lado, o adquirente do bloco de controlo, na expectativa de aumentar no futuro o valor da participação que adquire — através do exercício das prerrogativas do controlo —, dispõe-se a pagar um valor, que acresce ao valor da participação social do alienante, por forma a compensar os riscos. São duas perspetivas da mesma moeda. Acresce ainda que, pelo facto de ser titular de uma participação social controladora, as ações do controlador valem mais do que as dos acionistas *outsiders*, se avaliadas proporcionalmente, *i.e.* as ações dos acionistas controladores (no seu conjunto) valem mais do que a multiplicação do valor da cotação pelo número de ações de que é titular<sup>546</sup>. Pode então verificar-se aquela perspetiva do prémio que se traduz na diferença entre o valor de uma participação social controladora e o de uma participação minoritária (ou ainda, numa perspetiva contrária, correspondendo a «*minority interest discount*»<sup>547</sup>). Quando uma sociedade é controlada por um acionista, os restantes acionistas (os acionistas livres) veem as suas ações desvalorizar — porquanto não lhe permitem participar na gestão da sociedade<sup>548</sup>.

IV. São vários os motivos que se retiram da valorização das participações sociais dos acionistas *insiders* e dos acionistas *outsiders* e, por essa razão, vários têm sido os fundamentos encontrados para a existência da figura do prémio do controlo<sup>549</sup>. Desde logo, o de o prémio basear-se em benefícios pessoais não patrimoniais que o oferente tem expectativa de recolher — os *idiosyncrats* BPC. Utilizando um exemplo tradicional, um acionista que adquire uma participação de controlo de um clube desportivo, pode ter benefícios pessoais

---

<sup>546</sup> Neste sentido, CARMEN ESTEVAN DE QUESADA, *Tomas de Control...* cit., p. 100 e MANUELA TOLA, «OPA e tutela delle minoranze», in *Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza*, série 1, vol. 77, Nápoles, Jovene Editore, 2008, p. 108.

<sup>547</sup> O desconto da participação minoritária irá corresponder ao valor da desvalorização que a participação minoritária sofre pela existência de um acionista que dispõe do controlo. As razões desta desvalorização serão pormenorizadas adiante em 4.1., mas para já podemos adiantar que se deve à perda da potencial capacidade para influenciar na gestão da sociedade, nomeadamente através do voto em assembleia geral que, como vimos, é o meio por excelência de os acionistas participarem nessa gestão.

<sup>548</sup> JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit., p. 68.

<sup>549</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, «Private Benefits of Control of Public Corporations», in *Journal of Financial Economics*, 1989, pp. 380-383, disponível <https://www.bc.edu>.

privados por falar com os atletas do seu clube, independentemente de ter qualquer interferência na gestão. Estes benefícios, apesar de não se traduzirem em benefícios patrimoniais para o controlador, acabam por ser refletidos no preço que ele, enquanto oferente, está disposto a pagar pela contrapartida.

V. Uma outra explicação que pode ser sugerida é a do acesso a informação privilegiada. Como é sabido, o CSC prevê<sup>550</sup>, tal como o CVM<sup>551</sup>, regras especiais sobre a informação. MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS<sup>552</sup>, fizeram um estudo com base nesta hipótese que apelidam de «*superior-information hypothesis*», tendo, no entanto, concluído, com base numa análise do preço da participação de controlo no período imediatamente anterior ao anúncio da aquisição e no imediatamente posterior, que, contrariamente ao expectável, o preço das ações sobe, independentemente do preço da participação de controlo ser pago em «*premium*» ou em «*discount*» (*rational Bayesian updating*). Porém, como notam os autores<sup>553</sup>, para a teoria se confirmar seria necessário que o preço de mercado das ações subisse quando fosse pago um prémio e baixasse quando o bloco fosse transacionado abaixo do preço de mercado, sem que o adquirente do controlo tivesse quaisquer outros benefícios que não os provenientes dos lucros (que são distribuídos por todos os acionistas), isto é, sem extração de BPC. Tal não acontece necessariamente, segundo apuraram os autores. Ainda assim, esta teoria não foi totalmente abandonada. BRADFORD CORNELL<sup>554</sup>, claramente afirma: «*[i]t is incomplete information that leads to acquisition premiums*», considerando que as sinergias que poderão advir da aquisição de uma sociedade por outra não chegam para explicar o pagamento de prémios. É necessário ter em conta a falta de informação dos outros investidores, que explica que estes não reconheçam o valor da sociedade antes de associado à venda das suas participações. Se eles reconhecessem, a cotação da sociedade visada já refletiria a expectativa de uma aquisição, porquanto esta já seria esperada.

---

<sup>550</sup> Sobre o assunto, vide CARLOS MARIA PINHEIRO TORRES, *O Direito à Informação nas Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1998, em especial, pp. 95-248.

<sup>551</sup> PAULA COSTA E SILVA, *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório...* cit., pp. 201-209 e bibliografia aí citada.

<sup>552</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, «Private Benefits... cit., pp. 381-382.

<sup>553</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, «Private Benefit... cit., p. 375.

<sup>554</sup> BRADFORD CORNELL, *Guideline Public Company Valuation and Control Premiums: An Economic Analysis*, 2013, p. 9, disponível em [www.people.hss.caltech.edu](http://www.people.hss.caltech.edu).

VI. Outro fundamento a considerar seria o de que a aquisição do controlo é feita, simplesmente, por um preço superior, tendo em conta a posição «otimista» ou «confiante» do adquirente — denominada a «hipótese do pagamento excessivo». Esta situação acontece, por vezes, no estrangeiro, em concessões de exploração de territórios para extração de *commodities* para a produção de energia: casos de direitos sobre petróleo ou minas em que existe uma aquisição de uma empresa na fase de *up-stream*, não existindo ainda resultados da prospeção que está a ser realizada. No seu estudo, MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS<sup>555</sup> acabam por concluir que também esta hipótese não se enquadra com os dados apresentados. Ademais, mesmo a racionalidade económica demonstra que nem todas as aquisições de controlo são fundadas em otimismo, existindo prospeções e estudos económicos que as fundamentam.

VII. Por último, uma nova explicação foi adiantada. Eric W. Nath<sup>556</sup> sustenta que o prémio se deve aos resultados da lei da oferta e da procura, num mercado líquido. Como nas sociedades fechadas, o vendedor procura vender pelo melhor preço, enquanto o comprador procura comprar pelo preço mais baixo. Deste modo, os investidores em mercado de capitais, quando colocados perante a hipótese de venda (como uma oferta de aquisição), a qual é praticamente momentânea — porque as ações circulam num mercado líquido por definição — perguntam-se: *«could I realize a higher return if I don't sell, and if so, how long might it take me to realize a better return — and what are the risks in the meantime? For example, if the stock of a given company is expected to appreciate in value at 10% or 15% over the next year or two, then today's bird-in-the-hand of a 30% or 40% premium might make sense, particularly if this premium is validated by a reasonably rigorous auction»*<sup>557</sup>. Nestes termos, a oferta constituiria uma pressão da procura no mercado<sup>558</sup> e a que a oferta se adaptaria, levando ao aumento do preço. O fenómeno inverso (*minority discount*) ocorreria quando

---

<sup>555</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, ««Private Benefit... cit., pp. 382-383. Apesar de considerarem que o melhor teste seria analisar o preço subsequente das transmissões da participação de controlo, tendo em conta que o mercado avalia de forma objetiva o *clash flow* que é dividido pelos acionistas, sob forma de dividendos, a taxa de retorno normal do seu investimento pelo acionista controlador iria naturalmente afastar esta teoria. Trata-se, porventura, de situações raras que os autores não conseguiram apurar. Ainda assim, atendendo à reação do preço ao anúncio da aquisição da participação de controlo de controlo, se o mercado considerasse que o preço oferecido pelo acionista controlador era demasiado alto, existiria, a curto prazo, uma retração no preço da ação, o que não acontece. Por esta razão, também esta hipótese não pode ser colhida.

<sup>556</sup> ERIC W. NATH, «Best practices... cit., p. 26 [25-30].

<sup>557</sup> ERIC W. NATH, «Best practices... cit., p. 26 [25-30].

<sup>558</sup> ERIC W. NATH, «Best practices ... cit., p. 26 [25-30], explica que o mesmo fenómeno tem lugar quando existe uma boa notícia inesperada para aquela sociedade, embora numa escala menor.

houvesse um excesso de oferta. No nosso entender, esta proposta não pode ser descurada e certamente representará um pouco da realidade subjacente ao prémio pago. Contudo, não justifica por si só a existência de prémios em mercados em que existem sociedades cujas participações apresentam pouca liquidez, como é o caso do mercado nacional. Repare-se que não são raras as vezes em que a CMVM, no âmbito de uma OPA obrigatória se vê obrigada a nomear um auditor independente para propor uma contrapartida equitativa, por falta de liquidez do mercado.

Aquando da alteração do controlo da sociedade sobre a qual detêm participações, o controlador, ao adquirir as ações, deveria, tendencialmente, permitir a divisão do prémio de controlo por todos os sócios, pois, como se sabe, as ações que asseguram a maioria de controlo têm valor superior ao das outras, por permitirem ao acionista participar na gestão da sociedade. Após a aquisição de controlo, por essa gestão ficar interdita aos restantes acionistas, deixando de ser possível influenciar a gestão da sociedade, a procura pelas ações minoritárias da sociedade visada irá em princípio diminuir e, conseqüentemente, o preço das ações detidas pelos acionistas irá desvalorizar. Assim, parece ser necessário verificar se o fundamento do prémio de controlo é, afinal, o de o acionista controlador poder de intervir ativamente na gestão da sociedade. Se assim for, o prémio de controlo «*representa[rá] uma parte antecipada do aumento do valor da participação adquirida que o comprador espera obter através da mudança dos titulares dos órgãos de gestão e de um aproveitamento mais rentável dos recursos da empresa adquirida*»<sup>559</sup>. Repare-se ainda que a mudança dos titulares dos órgãos de gestão levará, objetivamente, à redução dos custos de agência, típicos da gestão realizada por membros do órgão de administração numa sociedade de estrutura diversificada. No entender do acionista adquirente, a administração por si designada e que estará sob o seu controle irá, também ela, ser mais eficiente, contribuindo para a redução daqueles custos.

VIII. Por essa razão, os acionistas livres sentem-se no direito de ser compensados por aquela desvalorização, uma expectativa que por vezes deverá ser tutelada pelo Direito. O prémio, correspondente a parte do valor da alteração positiva no preço das ações do acionista controlador, terá, em princípio, correspondência parcial ao valor do desconto que as ações dos acionistas livres (*minority discount*) sofreram. Desenvolveu-se a ideia económica e jurídica que fundamenta a necessidade de distribuir este prémio pelos acionistas *outsiders*, de modo a

---

<sup>559</sup> MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 193.

que a relação entre estes e o acionista controlador recupere o equilíbrio que fora afetado pela aquisição do controlo<sup>560</sup>. É essa uma das razões pela qual se tem defendido a necessidade de partilhar o prémio por todos os acionistas. No entanto, como notou MENEZES FALCÃO, «o accionista de controlo tem maiores custos e riscos com a gestão da sua participação do que o pequeno accionista e, por isso, deve pelos mesmos ser recompensado, face ao princípio geral de que a maiores riscos deve caber uma maior remuneração»<sup>561</sup>, pelo que a distribuição do prémio de controlo tem sido também muito contestada. Do que até aqui apresentámos, ainda não resulta claro em que consiste o prémio de controlo, pelo que, antes de apresentar os fundamentos, entende-se necessária a concretização de cada um dos componentes do prémio de controlo.

IX. O estudo do prémio de controlo é uma tarefa complexa, tendo já tendo sido ironicamente notado que *«after everything that has been written over the past 20 years on the topic of control premiums, it is surprising that so many business valuers still cannot understand why public company shares do not trade as minority interests, and why it is bad practice to add a control premium when valuing a private company using public company data»*<sup>562</sup>.

O prémio parece refletir várias realidades. Já em 1989, Michael Barclay e Clifford Holderness<sup>563</sup> afirmavam que *«a prospective purchases evaluates two benefits streams when negotiating for a block. First, there is the expected stream of dividends and other cash flows that accrue to all shareholders in the proportional of their fractional ownership. (...) [e] following any such stock price-reaction [através do aumento ou redução do preço da ação, perante a revelação de informação sensível: a alteração de controlo] the Exchange price should reflect the value of corporate benefits that are expected to accrue to all shareholders in proportion to their fractional ownership in the presence of the new block holder»*. Quando um investidor vai adquirir um conjunto de participações que lhe irão conferir o controlo sobre a sociedade, este avalia a ação em duas componentes.

---

<sup>560</sup> Assim, entre outros, JOSÉ NUNES PEREIRA, «O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente Código do Mercado de Valores Mobiliários: principais desenvolvimentos e inovação», in *Revista da Banca*, n.º 18, 1991, p. 95, JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998, p. 356.

<sup>561</sup> MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 193.

<sup>562</sup> ERIC W. NATH, «Best practices... cit., p. 25 [25-30].

<sup>563</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, «Private Benefit... cit., p. 373 [371-395].



A primeira realidade apresentada toma em conta os lucros que poderá vir a receber por ser o detentor daquele bloco de controlo<sup>564</sup>. Estes lucros, distribuíveis sob a forma de dividendos, estão, à partida, refletidos no preço de mercado da ação. Este preço de mercado pode, por sua vez, aumentar ou diminuir após o anúncio da transação, por antecipação dos efeitos da mudança da gestão ou simplesmente porque certa informação é revelada (incluindo, por exemplo, o preço de transmissão da participação de controlo). Após esta reação, o preço de mercado das ações deverá refletir os benefícios (partilhados) que se espera que venham a aproveitar a todos os acionistas na proporção das suas participações. Os lucros, refletindo o desempenho económico da sociedade, encontram-se refletidos no preço<sup>565</sup> de mercado da ação.

O melhor desempenho que o controlador consiga imprimir na sociedade, levará a um aumento dos lucros. A segunda perspetiva, é a que se reflete através do prémio do controlo: a medida do valor do controlo e dos BPC que o investidor espera poder extrair daqueles lucros gerados em virtude do seu controlo. Hoje, já se considera mais complexa esta prospetiva realizada pelo investidor<sup>566</sup>. Por essa razão, julgamos aconselhável denominarmos, para já, de prémio ou prémio do controlo *lato senso*, para que se possa com algum rigor apresentar as componentes integrantes e a sua estrutura.

### **3.1. Prémio de aquisição (*acquisition premium*)**

X. O prémio pode dizer respeito ao valor do prémio da aquisição pago numa transação de controlo sobre uma sociedade (*shares deal*), correspondendo à diferença entre o valor efetivamente pago pelo oferente o valor real estimado de uma sociedade e, o qual seria determinado pelo valor que o adquirente acredita poder vir a melhorar na sociedade — *i.e.* o

---

<sup>564</sup> Trata-se de um direito inerente à detenção de participações sociais, como se deduz do artigo 21.º, n.º 1, alínea a), sendo essa participação dos lucros, na falta de disposição ou convenção em contrário, feita de modo proporcional ao valor das respetivas participações no capital. PAULO DE TARSO DOMINGUES, «Capital e Património Sociais, Lucros e Reservas», in JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Estudos de Direito das Sociedades*, 10.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 226 e ss..

<sup>565</sup> Este preço de mercado pode, por sua vez, aumentar ou diminuir após o anúncio da transação, por antecipação dos efeitos da mudança da gestão ou simplesmente porque certa informação é revelada (incluindo, por exemplo, o preço de transmissão do bloco). Após esta reação, o preço de mercado das ações deverá refletir os benefícios (partilhados) que se espera que venham a aproveitar a todos os acionistas na proporção das suas participações. MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados... cit. Benefícios Privados... cit.*, pp. 21 e 24.

<sup>566</sup> Naturalmente que a prospeção de investidor na observação da evolução dos preços da cotação se encontra intimamente relacionada com a sua literacia financeira.

quanto a sociedade «vale» em potência. Por essa razão, o adquirente está disponível para pagar um preço acrescido pela aquisição do controlo dessa sociedade<sup>567</sup>. Neste sentido, o acionista que adquire o controlo, acreditando que através do exercício dos instrumentos de controlo ao seu dispor, será capaz melhorar o aproveitamento económico da sociedade (através da constituição de sinergias, economias de escala, da substituição dos administradores, entre outros). Esta expectativa reflete-se num valor, que denominamos por *acquisition premium* ou prémio de aquisição<sup>568</sup>, que acresce ao valor da ação. Resulta do exposto que o *acquisition premium* reflete o valor dos benefícios do controlo, *i.e.* dos benefícios que o acionista lícitamente pode extrair através dos poderes de exercício de influência dominante que lhe são conferidos na aquisição do controlo, nos quais se inclui o valor o potencial económico do incremento que a sociedade poderá ter em virtude das decisões que venham a tomar — é pois, representativo do valor do controlo. O prémio de aquisição deve ser conjugado com um fator que não tem sido suficientemente destacado: o *valor potencial de aquisição do controlo*. Esta componente, que se reflete de forma especialmente intensa em sociedades em que não exista nenhum controlador, existe também em sociedades cuja estrutura seja diversificada, em que o controlador, ainda que *de facto*, exerce o domínio através de estruturas societárias que não garantem o controlo absoluto e totalmente dependente da vontade e de atos desse controlador. Exemplificando, quando um acionista detém 31% das ações e direitos de voto de uma sociedade aberta, ele pode (e muitas vezes será) o controlador dessa sociedade<sup>569</sup>. No entanto, mesmo sem estar dentro da sua esfera de controlo, um acionista livre poderá vir a adquirir várias ações por forma a chegar as 51% do capital e direitos de voto nas sociedade e, repare-se, ele poderá fazê-lo sem que seja necessário que o acionista que detém 31% do capital e direitos de voto nessa sociedade lhe venda uma única participação. Por essa razão, o valor do controlo será maior ou menor consoante seja absoluto ou relativo, nos termos descritos; consequentemente e

---

<sup>567</sup> Tal já foi reconhecido pelo Supremo Tribunal de Justiça, quando afirmou que «[o] “prémio de controlo” representa uma realidade que não se confunde com o ganho potencial resultante de uma reestruturação e que antes deverá acrescer a esse ganho, quando ele exista; (...) Os títulos que se cotam em bolsa são apenas as ações de poupança; (...) As ações de controlo, essas, valem, por definição, mais do que a contrapartida prevista no quadro de uma OPA geral». Acórdão do Supremo Tribunal Administrativo de 18-06-2003, processo n.º 01188/02, relator Santos Botelho, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt).

<sup>568</sup> KEVIN KREITZMAN, *The Value of Control: Control Premiums, Minority Interest Discounts, and the Fair Market Value Standard*, 2008, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1167882](http://www.ssrn.com/abstract=1167882).

<sup>569</sup> Trata-se de um fenómeno que tem sido largamente estudado pela doutrina do direito das sociedades comerciais e a que HUGO ROSA FERREIRA – em diálogo – denominou de «influência significativa», denominação que nos parece absolutamente correta.

correlativamente, com base nesses mesmos fatores, a desvalorização da participação dos acionistas será menor ou maior em alternativa.

XI. O *acquisition premium* não pode, todavia, ser desligado dos *political rights* disponíveis ao acionista, v.g. os direitos de voto. Apesar de estes terem um valor próprio, por os direitos políticos permitirem a qualquer acionista exercer *influência* sobre os destinos da sociedade<sup>570</sup>, a verdade é que é através do *acquisition premium* que estes o impacto que estes têm na gestão se reflete, consoante a *intensidade da influência* que uma determinada participação social permite ao acionista exercer. Quando para exercer o controlo, o acionista dependa dos outros e os seus votos não sejam suficientes para controlar os destinos da sociedade, i.e. ele exerce *influência*, mas não exerce *influência dominante* — o valor do controlo encontra-se distribuído *pro rata* pelas ações de todos acionistas<sup>571</sup>. Nos casos em que o acionista controlador exerça *influência dominante*, não necessita dos restantes acionistas para participar na gestão da sociedade que controla. A insusceptibilidade de os acionistas livres participarem na gestão da sociedade, reflete-se na sua participação social: o *acquisition premium* é consumido pela participação do acionista controlador, que se valoriza, e deixará de integrar a participação dos *outsiders*, desvalorizando-a (ou mantendo-se, esse valor será residual, como se demonstrará de seguida).

XII. A dificuldade em entender e calcular o que representa o *acquisition premium*, deriva, porém, de outro fator: é que aquilo que o acionista controlador se dispôs a pagar pela aquisição da posição controladora, espelha ainda os *idiosyncrats* BPC, ou seja, o valor *concreto e pessoal* que aquele *concreto* acionista se dispôs a pagar pela aquisição daquela

---

<sup>570</sup> Isso mesmo notou LUIGI ZINGALES, em «The value of the voting right... cit., p. 126, [www.faculty.chicagobooth.edu](http://www.faculty.chicagobooth.edu), onde afirma que «*therefore, even if outside shareholders do not enjoy these private benefits they may attribute some value to voting rights as long as there is competition among different management teams to acquire those votes. In particular, votes held by small outside shareholders become very valuable when they are pivotal, that is, when they are decisive in attributing control to any of the management teams fighting for it. Therefore, the observed size of the voting premium is related to the size of private benefits and to the degree of competition in the market for corporate control. In order to justify the Italian evidence I have to show that Italy stands out in both dimensions: private benefits are particularly large and competition for control is particularly intense*»

<sup>571</sup> É neste sentido que uma posição social de 25% valerá, nesta perspetiva, mais do que uma de 15%. A primeira, para além de integrar mais direitos patrimoniais, ao integrar mais direitos de voto, um maior poder político, terá um *acquisition premium* superior. Por essa razão, um acionista estará disposto a pagar mais pela posição social de 25% do que a de 15%, quando proporcionalmente avaliadas. Assim, poder-se-à dizer que todas as ações integram um valor de *acquisition premium*, ainda que muito residual, exceto, quando existir um acionista controlador.

*concreta* ação, em virtude de vantagens que lhe traz. Este valor não se reflete para todo o mercado nem para os restantes acionistas e por estes não poderão ser compreendidas, exceto no momento da aquisição ou venda da participação de controlo, expressando-se através do valor económico pago: ou seja, estas vantagens (*idiosyncrats* BPC), embora não necessariamente económicas, economicamente se evidenciam. Como vimos atrás, os benefícios *idiosyncrats* também poderão constituir BPC, quando sejam potencializados pelo exercício do controlo<sup>572</sup>. Neste momento, estes BPC *idiosyncrats* passam a integrar o prémio de aquisição, na medida em que se revelam economicamente<sup>573</sup>. E esta é mais uma razão que leva a que, um concreto acionista possa estar disposto a pagar mais do que outro.

### 3.2. *Prémio de controlo stricto sensu (control premium)*

XIII. Vimos, no entanto, que pela posição de controlo que ocupa, o acionista dominante consegue extrair BPC em violação do princípio da igualdade, porque deveriam ser partilhados com os outros acionistas. Assim, o prémio pode ainda dizer respeito ao prémio de controlo *strictu sensu (control premium)*, que refletirá o valor que o acionista controlador estima que conseguirá extrair da sociedade a título de BPC, pelo desenvolvimento da atividade da sociedade. Já se compreende que estes benefícios também integram as vantagens que o acionista consegue retirar pelo exercício do controlo, mas que delas se distinguem porque o controlador delas beneficia, não por ser o controlador, mas por praticar ato com vista a extraí-las.

Por esse motivo, aqui, merece recuperar-se a distinção entre benefícios do controlo e BPC. Os benefícios do controlo podem ser retirados por todos os acionistas — eles resultam, pois da suscetibilidade de exercer *influência* na gestão da sociedade —, integrando as suas participações sociais até que exista um acionista que adquira o controlo (e cuja participação social consumirá este valor às restantes, levando a valorização daquela e à desvalorização destas). É a natureza do controlo e da *influência* que determinam que assim seja: quem tem *influência*, tem responsabilidades adicionais e benefícios adicionais, quem não tem influência, não tem uns, nem outros. Estes benefícios, refletem-se naturalmente no valor das ações dos respetivos acionistas, mas em nada diminuem os seus direitos económicos: os acionistas

---

<sup>572</sup> Contudo, poderão também ser partilhadas por todos acionistas. Depende da forma de extração.

<sup>573</sup> Neste sentido, ALESSIO M. PACCES, *Featuring Control Power...* cit., p. 292.

*outsiders* continuarão a receber proporcionalmente os lucros, a ter direitos *pro rata* sobre o *asset value* da sociedade e conservam os seus direitos políticos, ainda que comprimidos (e nesse sentido, economicamente desvalorizados), em virtude da sua ineficácia para exercer *influência* sobre a sociedade. Os BPC só podem ser extraídos pelo acionista controlador, no exercício do controlo, correspondendo aos benefícios económicos que deveriam ser distribuídos por todos os acionistas, de que o controlador se apropria. Nesta situação em análise, a desvalorização da participação social dos acionistas livres não tem lugar por efeito da aquisição do controlo pelo controlador, um ato lícito — que motivou, por exemplo, os seus *political rights* — mas por ato próprio e ilícito (porque violador da igualdade) do controlador ou por ato de terceiros em conluio com ele, *maxime*, os titulares dos órgãos de administração. Enquanto os benefícios do controlo derivam da perda de influência dos acionistas livres em virtude de ato lícito (a aquisição do controlo) e retiram valor à eficácia dos seus *political rights* (expressa no valor do controlo que pode estar mais ou menos distribuído pela estrutura acionista), já os BPC derivam do ato ilícito próprio do controlador ou por ato de terceiros em conluio com ele, retirando valor dos *assets* pertencentes a todos os acionistas, tipicamente, na proporção das suas participações sociais.

Neste sentido, uma vez que o prémio de controlo *strictu sensu* (*control premium*) reflete o valor que o acionista controlador estima que conseguirá extrair da sociedade a título de *distortionary* e *diversionary* BPC, consiste numa outra forma de extrair BPC. Não só controlador tem o poder de extrair os BPC durante o desenvolvimento da atividade da sociedade como depois, na venda, exigir um valor (que integra a contrapartida paga pela transmissão do controlo) pela transmissão desse poder ilícito: estar-se-ia a extrair novos BPC e a fomentar o exercício do poder de extrair BPC pelo adquirente do controlo.

\*\*\*

XIV. De todo o exposto podemos concluir que prémio pode ser estruturado de forma a representar várias realidades:

- (i) o valor do controlo: nesta sede, o prémio reflete várias realidades: a) o valor da expectativa do acionista adquirente nos lucros e benefícios económicos futuros que espera obter em virtude da gestão por si controlada, assim como b) o valor dos benefícios do controlo; e ainda c) *idiosyncratic* BPC (*quasi-rents*), traduzindo-se nos

benefícios psicológicos que o controlador obtém por ter o controlo e que para ele têm um valor económico.

- (ii) os BPC que o controlador espera vir a retirar da aquisição daquele controlo. Aqui recuperamos a distinção de Paccès. Podem traduzir-se (a) em situações de infidelidade patrimonial, denominados de *diversionary* BPC (*rents*), constituindo naquelas vantagens que o sócio retira ao desviar totalmente os bens e lucros da empresa; ou (b) podem ainda ser *distortionary*, consistindo em alterações ou distorções nas decisões de administração com vista a maximizar o consumo (*control perquisites*), ao invés da procura pela obtenção do máximo lucro possível.

XV. Assim, o resultado do cálculo do prémio de controlo *strictu sensu* não corresponde ao do cálculo o prémio de aquisição<sup>574</sup>, tratando-se de diferentes componentes que integram o preço pago nas transações de controlo. Uma transação envolve, tanto os potenciais benefícios do controlo resultantes da existência de sinergias e do controlo financeiro e jurídico, bem como os BPC potenciais. Por essa razão, também quanto às situações em que tipicamente se encontram refletidos na contrapartida, o *acquisition premium* e o *control premium* são distintos. Desde logo, o prémio de aquisição é muitas vezes adicionado ao preço, em transações que não envolvem alterações ao controlo de uma sociedade, quer anteriores à aquisição ou constituição daquele controlo, quer posteriores. Uma vez observado nas transações que implicam alterações de controlo, o prémio de aquisição constituirá o resultado de circunstâncias económicas únicas que não podem ser replicadas de uma para outra transação, pois não medem um valor intrínseco do controlo que possa ser generalizado ou aplicado a outras sociedades. Neste sentido, o prémio de aquisição representa uma alteração potencial no valor futuro de uma participação social, esperada, *rectius* expectada, pelo oferente, que o incentiva a oferecer um preço superior por aquela participação, contando que o futuro desempenho da sociedade venha a compensar esse seu investimento — traduz-se nas expectativas do adquirente pela valorização da sociedade e na valorização que este já faz da empresa, do ponto de vista pessoal. Este é acrescentado ao preço da contrapartida pelo comprador com vista a incentivar o qualquer acionista a vender a sua participação social.

---

<sup>574</sup> KEVIN KREITZMAN, *The Value of Control...* cit., p. 4.

XVI. Do que até aqui se explicou, já resultam razões suficientes para se compreender o quão controverso é o prémio. É que se por um lado o prémio permite a extração de BPC pelo controlador, por outro, é também a ele que se recorre para limitar a extração dessas vantagens patrimoniais.

A montante, se o vendedor de uma participação de controlo consegue extrair BPC, com prejuízo dos demais acionistas, ele irá exigir na venda da sua participação de controlo que o oferente pague o preço correspondente a essa capacidade de extração. O prémio tem assumido um grande protagonismo nas metodologias para cálculo dos BPC. Já se afirmou<sup>575</sup> que o prémio de controlo não é necessariamente um meio para extrair benefícios aos acionistas *outsiders*, podendo antes refletir o *idiosyncratic value* na perspetiva do adquirente ou do vendedor. Um vendedor que acredite conseguir vender as suas ações no mercado secundário a um valor acima do da cotação desse dia, irá com certeza exigir um prémio adicional para vender a sua participação social, mesmo que, mantendo-se no controlo, ele estivesse disposto a partilhar com os demais acionistas proporcionalmente aquele *idiosyncratic value*. Neste sentido, o vendedor apenas está a apropriar-se do prémio que reflete proporcionalmente o valor que ele contava receber pela venda das ações. Neste caso, entendendo o comprador que conseguirá extrair um *idiosyncratic value* superior ao que tem sido extraído pelo vendedor, ele estará disposto a substituir o vendedor como sua contraparte pelos *outsiders*, passando os *idiosyncratic values* a ser distribuídos proporcionalmente por estes. No entanto, existe evidência de que as transmissões de grandes blocos de ações estão associadas a aumentos anormais do preço dessas participações sociais<sup>576</sup>. Se de facto os oferentes e os controladores não associam esse aumento do preço anormal à sua capacidade de afetar os *cash flows* resultantes da atividade das sociedades, que iriam ser distribuídos por sócios *outsiders*, então essas subidas abruptas nos preços das ações são, na realidade, muito difíceis de explicar<sup>577</sup>. Por essa razão, tratando-se de um reflexo dessa capacidade, inerente ao controlo, o prémio de controlo acaba por refletir o valor dos BPC.

XVII. A jusante, o prémio de controlo consiste num mecanismo muito eficaz para combater a extração de BPC. Os princípios que regulam o funcionamento da sociedade

---

<sup>575</sup> GOSHEN ZOHAR and ASSAF HAMDANI, «Concentrated Ownership... cit., p. 43, para quem o «*idiosyncratic value*» não constituem BPC.

<sup>576</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, «Private Benefit... cit., pp. 371 e ss. [371-395].

<sup>577</sup> CLIFFORD G. HOLDERNESS, «A Survey of Blockholders ... cit., p. 54.

anónima<sup>578</sup> e do mercado, chamados para dar resposta à questão de saber se é ou não necessário limitar os BPC são: (i) igualdade de acionista, que impede que os acionistas sejam beneficiados face aos acionistas que estejam na mesma categoria; (ii) independência e autonomia do órgão de administração, pressuposto da atividade de gestão e administração; (iii) lealdade dos administradores e dos acionistas, dever dos primeiros e diretriz das atuações dos segundos; e (iv) transparência do mercado. Porém, como temos vindo a demonstrar, o ordenamento jurídico nacional e, diga-se em abono da verdade, os ordenamentos jurídicos dos Estados-Membros em geral, acabam por se encontrar ainda subdesenvolvidos, no que respeita a limitações legais e de *soft law* respeitantes a BPC.

Por essa razão, como demonstraremos, o instituto da OPA obrigatória permite distribuir entre todos os acionistas o valor correspondente aos BPC *distorcives* e *diversionarys* que o controlador tem expectativa de extrair. Se o controlador para vender a sua participação social exige um prémio e o oferente está disposto a pagá-lo, a obrigação de lançamento de uma OPA geral e universal constitui o adquirente do controlo (ou o adquirente que se presume ter adquirido o controlo) na obrigação de lançamento a todos os acionistas e sobre todas as ações e todos os valores mobiliários que confirmam que confirmam direito à subscrição ou aquisição de ações a, pelo menos, o preço a que adquiriu esse controlo<sup>579</sup> (ou se superior, ao preço médio ponderados dos valores mobiliários apurado em mercado regulamentado nos últimos seis meses). Deste modo, o oferente não estará disposto a pagar um preço tão alto (pois terá de partilhar com os outros) e o vendedor recebe menos (quando pagou mais).

#### **4. Titularidade e distribuição do prémio na OPA obrigatória e na OPA voluntária lançada nos termos da OPA obrigatória**

I. As especificidades do mercado e do regime nacional e as implicações que estes imprimem no prémio pago nas transmissões de controlo motivam um aprofundamento do estudo da equidade e justificação da contrapartida. Como vimos, um dos fundamentos normalmente atribuídos à previsão da OPA obrigatória constitui a divisão do prémio de controlo. Neste momento, já sabemos que, habitualmente, o conceito doutrinário de prémio de controlo integra várias realidades e já procedemos a uma análise sumária dos pressupostos da

---

<sup>578</sup> JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade anónima...cit., p. 79 [77-165].

<sup>579</sup> Do que atrás se explicou, entende-se que não é esta a regra imposta pelo artigo 188.º do CVM, mas o efeito prático acaba por ser este.



constituição da OPA obrigatória e derrogações respetivas daquela obrigação, bem como do regime jurídico da contrapartida. Encontramo-nos pois em condições de preparar uma opinião sobre a *ratio* subjacente à definição do regime da contrapartida na OPA, por forma a participarmos na discussão acerca da titularidade do prémio e da necessidade da sua distribuição — aquele que é provavelmente o tema que mais controverso no Direito das Sociedades Comerciais nos últimos anos<sup>580</sup> fora do território nacional. A distribuição do prémio encontra-se diretamente relacionada com a apresentação dos BPC (desenvolvido *supra*), uma vez que aquele é tipicamente apontado como (i) uma forma de extração dos BPC; (ii) representativo dos BPC que o alienante do controlo consegue extrair (incluindo dos que o adquirente tem expectativa de vir a extrair futuramente); e (iii) um meio de limitação à extração de BPC (impondo a sua distribuição pelos acionistas). A verdade é que, como notou Carlos Osório de Castro<sup>581</sup>, aquando do procedimento de preparação da Diretiva 2004/25/CE, referindo-se ao tema, «[é] pelo menos estranho que razões no mínimo *discutíveis* tenham adquirido entre nós foros de verdades indisputáveis».

#### ***4.1. Titularidade e distribuição do prémio no ordenamento jurídico nacional. Fundamentos para apresentação de uma proposta juridicamente fundamentada.***

II. Os Estados-Membros da UE foram-se apercebendo da necessidade de regular duas situações que ainda hoje instigam uma grande preocupação relativamente ao mercado de capitais: as OPAs transfronteiriças<sup>582</sup> e as OPAs hostis. Nas negociações da Diretiva 2004/25/CE, os Estados-Membros viram-se confrontados com dois problemas adicionais: as assimetrias de informação que existiam no mercado, que a UE tem procurado combater de forma exaustiva e que se revelavam especialmente (e com grandes impactos) nas OPAs e a constatação de que nas vendas do controlo existia o risco de extração de BPC e o risco de prisão dos *outsiders*, os quais se encontravam ainda mais potencializados pelas assimetrias de informação. À questão das assimetrias de informação, o legislador europeu respondeu com o

---

<sup>580</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória... cit.», p. 598 [593-661].

<sup>581</sup> CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «Os casos de Obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de aquisição», in J.G. XAVIER DE BASTO, J. J. VIEIRA PERES, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO e ANTÓNIO LOBO XAVIER, *Problemas Societários e fiscais do mercado de valores mobiliários*, Lisboa, Edifsc, 1992, p. 13 [7-77].

<sup>582</sup> Destacando que a Directiva fez os mínimos da harmonização, vindo apenas a facilitar a as OPAs transfronteiriças, EDDY WYMEERSCH, *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, Financial Law Institute Working Paper n.º 2008-01, 2008, p. 2, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1086987](http://www.ssrn.com/abstract=1086987).

artigo 6.º da Diretiva 2004/25/CE. No que ao risco de extração de BPC e de prisão dos *shareholders* respeita, respondeu com o artigo 5.º<sup>583</sup> da mesma.

III. Ao estabelecer o direito de saída, invocando a necessidade de proteção dos acionistas nas transmissões de controlo *nos equity markets* e igualdade daqueles no âmbito das OPAs, o legislador criou a «*highest price rule*» no pressuposto de que, na alteração do controlo da sociedade aberta, o prémio de controlo deveria ser distribuído por todos os acionistas, pois os BPC sempre consistiriam uma violação do princípio da igualdade entre acionistas com impacto negativo na sociedade, desta forma se desenvolvendo um regime preventivo quanto àqueles<sup>584</sup>. Perante o alerta de que, através da instituição deste regime de contrapartida, as OPAs se tornariam muito onerosas, por um lado, e de que nem sempre o prémio de controlo constitui uma extração de BPC na sua totalidade, por outro, sempre seria melhor limitar *ex ante* a sua extração.

IV. Os mecanismos de prevenção *ex ante* merecem uma posição proeminente, porque encerram duas vantagens. Desde logo, a vantagem de os sócios, ao investirem numa sociedade e entrarem no mercado de capitais, saberem imediatamente quais as «regras do jogo». De referir também, mesmo para os *players* do mercado de controlo, que por saberem quais as condutas que lhes são permitidas ou vedadas acabam por conseguir maior proteção do seu investimento, evitando vir a ser surpreendidos com imposições corretivas. A outra vantagem resulta de as medidas corretivas servirem, tipicamente, para repor situações de desigualdade ou de desproporcionalidade, sendo muitas vezes utilizadas como forma de compensação (ou mesmo indemnização) por danos causados — assim, existindo a ocorrência de danos, pressuposto subjacente à aplicação das medidas corretivas, que não chegam a ser verificados pela aplicação das medidas *ex ante*. Neste sentido, parece ter sido correta a opção dos Estados-Membros ao proceder à distribuição do prémio pelos restantes acionistas, evitando que o transmitente do controlo beneficiasse de condições mais favoráveis em prejuízo dos demais.

---

<sup>583</sup> MIGUEL ÁNGEL MICHINEL ÁLVAREZ, *La OPA transfronteriza...* cit., pp. 70-73, para quem o estabelecimento da regra do preço equitativo destina-se a minimizar os *agency costs*.

<sup>584</sup> Neste sentido, destaca JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA Obligatoria...* cit., p. 170, que existe uma geral desconfiança relativamente à opção do acionista investidor em pagar um prémio relativamente ao preço da cotação, como se tal fosse por si só relevante de que o acionista pretende extrair de forma ilícita algum benefício em prejuízo dos demais acionistas.

No entanto, perante o desacordo dos Estados-Membros, a harmonização da Diretiva das OPAs pecou por defeito e a evolução do mercado veio demonstrar as fragilidades do regime estabelecido, nomeadamente pelos factos constitutivos que foram estabelecidos para a obrigação de lançamento. Para o demonstrar, bastará recordar-se que nem todas as formas de transmissão de controlo operam pela transmissão de ações para se compreender como o regime europeu viu o seu objetivo fracassado. Aos investidores nos *equity markets*, nem sempre é garantido o direito de *exit* nas transmissões de controlo, logo, nem sempre é oferecida uma proposta de saída nas mesmas condições a todos *outsiders*, sendo estes os grandes objetivos da Diretiva 2004/25/CE. A transposição da Diretiva com esta regulação teve pois como consequência uma queda significativa nas OPAs a nível europeu<sup>585</sup>, optando os controladores por transmitir o controlo de outras formas, com recurso aos já enunciados *CEMs*.

V. Os Estados-Membros foram assim prevendo regras para a OPA obrigatória com base na sucessão das propostas de Diretiva, tendo posteriormente procedido à transposição da Diretiva 2004/25/CE<sup>586</sup> que estabelece, no artigo 3.º, n.º 1, alínea *a*), que «nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários deverão de ser protegidos». Os critérios que integram factos constitutivos para a obrigação de lançamento e os requisitos para a derrogação da obrigação de lançamento da OPA obrigatória foram introduzidos no regime nacional<sup>587</sup>. Foi reformulado o regime nacional da OPA

---

<sup>585</sup> EDDY WYMEERSCH, *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, Financial Law Institute Working Paper n.º 2008-01, 2008, p. 1, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1086987](http://www.ssrn.com/abstract=1086987).

<sup>586</sup> Uma curiosa nota histórica. Em 1992, reportando-se ao anterior Cód.MVM, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «Os casos de Obrigatoriedade... cit., pp. 17 e 18 [7-77], num tom muito crítico das regras à data, do Cód.MVM e do CSC relativamente à OPA obrigatória, concede não ser intolerável que a lei proteja os *outsiders* do «“*novo risco*” emergente da alteração de controlo», embora considerando as regras da OPA obrigatória não propiciam apenas esse efeito, pelo que constituía «uma situação de atraso legislativo de que o país devesse envergonhar-se» e dando como exemplo, a Alemanha onde não existiam, à data OPAs obrigatórias e, porque antes do caso *Mannesman vs. Vodafone*, um sector «muito representativo da doutrina» se opunha à proposta da Diretiva. Replicando o pensamento de FARRAR, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO (*idem.*, p. 14, nota 12), destaca que no âmbito da *common law*, à data, ainda o controlo (e o respetivo valor) era considerado como pertencente aos acionistas *outsiders*, embora aquele autor antecipasse uma viragem jurisprudência perante a consagração do *general principle* da igualdade de tratamento dos acionistas no *Takeover Code*. E antecipava bem.

<sup>587</sup> O critério adotado foi de um terço dos direitos de voto, sendo que nos dias de hoje já se reconhece que muitas vezes o controlo é adquirido através da aquisição de direitos de voto com percentagens mais baixas. Por seu turno, na imputação de direitos de voto, por ser simultaneamente realizada no âmbito das obrigações de informação (v.g. da comunicação de participações qualificadas), é feita de forma excessiva, com impactos na distribuição do prémio de controlo. No primeiro caso, para além de não se conferir aos acionistas o direito de saída na transmissão de controlo, também não se distribui nem se lhes garante uma proposta de saída justa e equitativa, em condições de igualdade com os seus pares. No segundo, obriga-se os acionistas não controladores a adquirir todas as ações da sociedade participada, não conferindo a distribuição do prémio de controlo aos

obrigatória (subsequente), nos termos da Diretiva e abandonada a OPA obrigatória prévia<sup>588</sup>. Hoje, «o alcance da obrigatoriedade da OPA reduz-se à imposição da OPA subsequente», como notava Jorge Brito Pereira<sup>589</sup> quanto à Proposta de 1997 da Diretiva das OPAs<sup>590</sup>, embora aquela afirmação ainda hoje faça pleno sentido quanto ao regime nacional em vigor. A OPA obrigatória prévia determinava, pois, a obrigatoriedade da utilização do mecanismo da OPA pelo investidor que pretendesse adquirir o controlo de uma sociedade aberta a todos os acionistas e titulares de valores mobiliários que conferissem direito à aquisição ou subscrição de ações. Ora, e perante a constatação dos mecanismos de separação entre a propriedade e o controlo, o legislador pretendeu afastar a regra da OPA obrigatória prévia, estabelecendo atualmente a OPA obrigatória subsequente. Quanto à derrogação da obrigação de lançar uma OPA quando já tivesse tido lugar uma OPA voluntária universal lançada pelo controlador (transposta para o artigo 189.º, n.º 1, alínea *a*) do CVM), a Comissão chegou à conclusão de que esta poderia ser utilizada pelos oferentes para evitar o pagamento de um preço equitativo em razão de a Diretiva 2004/25/CE não regular o preço nas ofertas voluntárias. Através da oferta de um preço não equitativo, o oferente poderia adquirir o controlo, recorrendo ao *ramassage*<sup>591</sup> para atingir uma participação qualificada, bastando a aceitação de alguns destinatários para adquirir o controlo e assim furtando-se à oferta do preço equitativo<sup>592</sup>.

---

acionistas *outsiders*, porquanto não existiu — pelo menos — até à data de lançamento da OPA, uma verdadeira transmissão do controlo (sem prejuízo de a contrapartida ser estabelecida de forma a que se gere a transmissão do controlo no âmbito da OPA).

<sup>588</sup> No entanto, essa opção do legislador nacional baseou-se nas sucessivas propostas pelo Direito da União Europeia.

<sup>589</sup> JORGE BRITO PEREIRA, *OPA Obrigatória...* cit., p. 268.

<sup>590</sup> Sobre esta proposta, vide JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit., pp. 55 e ss.

<sup>591</sup> *Ramassage* corresponde quando o acionista vai comprando (com o mercado em baixa) e de uma forma mais ou menos discreta, ações da sociedade por forma a adquirir uma participação relevante na sociedade antes da OPA obrigatória. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA ...* cit., pp. 211 e ss., destacando que foi historicamente a primeira técnica de aquisição de controlo em bolsa e que foi por essa razão que surgiram os deveres de comunicação de participações qualificadas.

<sup>592</sup> Relatório sobre *Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, da Comissão Europeia COM 347 final, 2012, p. 13, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu). Quanto a este tema, manifesta a European Company Law Experts (ECLE), PETER BÖCKLI, PAUL L. DAVIES, EILIS FERRAN, GUIDO A. FERRARINI, JOSÉ M. GARRIDO GARCIA, KLAUS J. HOPT, ALAIN PIETRANCOSTA, KATHARINA PISTOR, ROLF SKOG, STANISLAW SOLTYSINSKI, JAAP W. WINTER e EDDY WYMEERSCH, *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, University of Cambridge Faculty, Law Research Paper n.º 5/2014, 2014 (estudo de Novembro de 2013), pp. 9-11, disponível em [www.papers.ssrn.com/abstract\\_id=2362192](http://www.papers.ssrn.com/abstract_id=2362192), em linha com a opinião expressada pela Comissão Europeia, que uma aquisição do controlo por meio de *ramassage*, ou *creeping control*, será indesejável quando se entenda que o objetivo do estabelecimento de uma regra de lançamento de OPA obrigatória é o de assegurar que o prémio de controlo é distribuído igualmente por todos os acionistas. Distingue dois problemas que devem ser tidos em conta na construção de uma “solução”. Em primeiro lugar, descreve aquele que qualifica como «*creep in*», e que ocorre quando um acionista adquire uma participação próxima do limiar de 30% (ex., 29.9%) e lança uma oferta voluntária, oferecendo um preço baixo, por meio da qual adquire uma pequena porção de ações, ultrapassando assim o limiar de 30%, sem ser obrigado a lançar nova

Avisado, o legislador nacional remediou o assunto, prevendo que a derrogação apenas surtirá efeito quando a OPA voluntária tiver sido lançada nos termos da OPA obrigatória, com especial atenção no que respeita ao artigo 188.º do CVM.

Porém, esse mecanismo não é suficiente. Por um lado, o controlo nem sempre é adquirido mediante a aquisição de ações<sup>593</sup> pelo que, como aliás já foi referido, o alienante do controlo e o respetivo adquirente poderiam recorrer a outros mecanismos para adquirir o

---

oferta pública. Por meio desta estratégia, ao acionista é permitido ir aumentando a sua participação sem se constituir na esfera dos restantes acionistas a possibilidade de saída em troca de um preço justo. A solução proposta pela ECLE passa pela implementação de uma regra que determine que a isenção de lançamento de oferta obrigatória apenas opere nos casos, não de ultrapassagem do limiar de 30%, mas do limiar de 50% do capital social. Por conseguinte, após a aquisição de ações que ultrapassem o limiar de 30%, o acionista deveria ser obrigado a lançar uma OPA universal regida pelo princípio do preço equitativo. Acresce que aos acionistas que venderam as suas ações na OPA voluntária antecedente deveria ser oferecida uma compensação adicional quando a contrapartida da oferta obrigatória seja superior à oferta voluntária. As exceções à regra do lançamento de OPA obrigatória deveriam aplicar-se também nestes casos de «*creep in*».

A este respeito, acrescenta ainda a ECLE que os Estados-membros poderiam ir mais longe na regulamentação aplicada aos casos de *creep in*, proibindo por completo a realização de ofertas voluntárias nos casos em que o oferente não atinja o limiar de 50% após a oferta. Justificam alegando *grosso modo*, que o acionista seria forçado a oferecer um preço superior pelas ações por força a garantir o sucesso da oferta, assegurando também que é transparente a identidade de quem controla a empresa e, em segundo lugar, impediria a fraude à regra de lançamento de OPA por meio de ofertas voluntárias com baixo preço, bem como a utilização da exceção da oferta voluntária para fins de aquisição de ações fora da oferta pública (por meio de transações em mercado aberto ou de transações de blocos de ações). Concluem que estas regras «*will have the effect that shareholders must either take full control of the company by acquiring a stake of 50% or more or abandon plans to acquire a stake of more than 30% . This would legally preclude certain transactions that might be efficient in light of the particular circumstances of the offeree company. Furthermore, it would increase the management entrenchment effects of the mandatory offer rule*». Mais outras duas soluções são propostas para o problema em causa: (a) a de inserir no artigo 5.º, n.º 2 da Diretiva 2004/25/CE uma condição pela qual qualquer oferta voluntária deva atingir uma certa percentagem de ações (dão o exemplo de 5% ou 10%) para que se possa considerar completa – justificam afirmando que «*[t]his would mean that the voluntary offer exemption would not apply if this minimum acceptance level for an incremental voluntary offer would not be reached*»; e (b) a de, em alternativa a restringir a realização de “*creep in*”, assegurar que quaisquer aquisições para lá do limiar legalmente estabelecido desencadeiam a obrigação de lançamento de OPA.

Outro problema apontado é aquele que ocorre quando um acionista já ultrapassou o limiar de 30% mas continua a poder aumentar a sua participação social sem ser obrigado ao lançamento de OPA – situação designada por «*creep on*». Para este problema é apontada uma solução que consiste na obrigatoriedade de lançamento de oferta geral sempre que o acionista adquira um certo número de ações (correspondente, por exemplo, a 2% do capital social), num momento específico. Pode ler-se na *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, University of Cambridge Faculty, Law Research Paper n.º 5/2014, 2014 (estudo de Novembro de 2013), p. 11, disponível em [www.papers.ssrn.com/abstract\\_id=2362192](http://www.papers.ssrn.com/abstract_id=2362192), que a justificação para esta regra seria a de «*when a shareholder increases his stake he should offer the shareholders an exit opportunity as he increases his control over the company without controlling the company with a decisive majority of shares. The disadvantage of this rule would be that it would limit the flexibility of large shareholders in structuring their equity stake and increase the management entrenchment effects of the mandatory offer rule*».

<sup>593</sup> Desde logo, pela faculdade conferida pelo artigo 55.º, n.º 2 do CVM que permite o exercício de direitos destacados, por inscrição em conta autónoma ou por separação de cupões, a quem tenha legitimidade por ser titular em conformidade com o registo ou com o título, sendo que, na alínea b) do n.º 3 daquele preceito é enunciado o direito de voto como direito destacável.

controlo e pagar o prémio<sup>594</sup> — nomeadamente mecanismos de separação entre *ownership* e *control*. Para além do mais, os critérios do artigo 187.º do CVM baseiam-se apenas em percentagens, deixando de fora os casos de transmissão de domínio em situações de influência significativa ou mesmo *influência dominante* (nos termos do artigo 21.º do CVM) sobre a sociedade visada, que não geram obrigação de OPA<sup>595</sup>. Permite-se que, através de técnicas de *ramassage*, o acionista adquira o controlo da sociedade e, esperando pelo período legalmente determinado (seis meses), lance uma oferta voluntária (quando já detém o controlo), sem necessidade de partilhar o prémio de controlo com os restantes acionistas. Neste sentido, a regra não se aplica a todas as alterações de controlo<sup>596</sup>. Por outro lado, poderão ainda existir situações em que nenhum prémio de controlo existe para ser partilhado. Esta situação prejudica a ideia de a distribuição do prémio ser o principal fundamento do regime da OPA obrigatória<sup>597</sup>. Quando muito, poder-se-á afirmar que a distribuição do prémio seria um efeito (e não um fundamento) daquele regime.

A ideia de que era necessário partilhar os BPC foi fundamental para a definição do regime da contrapartida previsto no CVM antes de 2006. Tal pode verificar-se no considerando 12 do Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, onde se lê que «[o] regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser compartilhados pelos acionistas minoritários». Contudo, no estabelecimento da contrapartida, o legislador nacional não atribui primazia à *highest price rule* europeia. No âmbito do artigo 188.º, n.º 1, do CVM, mais propriamente na alínea *b*), encontra-se previsto que o preço médio ponderado da cotação no

---

<sup>594</sup> No estudo da ISS Europe, ECGI e Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union: Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies*, encomendado pela Comissão Europeia, 2007, p. 10, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu), foi apurado o impacto da relação estabelecida entre o *control premium* e o princípio da separação entre o *control* e a *ownership*, chegando-se à conclusão de que se encontram intimamente ligados, tendo-se apurado as várias estruturas em atenção ao nível de concentração e à existência ou não de ofertas concorrentes.

<sup>595</sup> Estas até são as situações que ADOLF A. BERLE, «Price of Power Sale of Corporate Control», in *Cornell Law Review*, vol. 50, 1965, p. 633 [628-640], disponível em [www.scholarship.law.cornell.edu](http://www.scholarship.law.cornell.edu), considera gerarem maiores dificuldades.

<sup>596</sup> EDDY WYMEERSCH, «La oferta pública de adquisición obligatoria. Una opinión crítica.», in JOSÉ LUÍS URQUIJO JUAN MANUEL MORENO-LUQUE e ANTONIO ALONSO (coord.), *Ofertas Públicas de Adquisición...* cit., p. 65 [47-65].

Contudo, já foram destacadas situações mais chocantes. Como notam PETER BÖCKLI, PAUL L. DAVIES, EILIS FERRAN, GUIDO A. FERRARINI, JOSÉ M. GARRIDO GARCIA, KLAUS J. HOPT, ALAIN PIETRANCOSTA, KATHARINA PISTOR, ROLF SKOG, STANISLAW SOLTYSINSKI, JAAP W. WINTER e EDDY WYMEERSCH, *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, University of Cambridge Faculty, Law Research Paper n.º 5/2014, 2014 (estudo de Novembro de 2013), p. 3, disponível em [www.papers.ssrn.com/abstract\\_id=2362192](http://www.papers.ssrn.com/abstract_id=2362192), que «if control passes without a share acquisition, no control premium can be established that ought to be shared with all shareholders».

<sup>597</sup> MARTA ELISA DE SOUSA CARMO, *A OPA Obrigatória...* cit., 2014, p. 53, cedido pela autora.

mercado de valores mobiliários constitua uma alternativa (quando mais alto) à *highest price rule* na definição do valor mínimo da contrapartida. Contudo, em circunstâncias excepcionais, este preço poderá não ser equitativo — tendo o legislador aditado os n.ºs 3 e 4 do preceito do CVM, através do Decreto-Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro<sup>598</sup>, com vista a adaptar o Direito nacional à Diretiva 2004/25/CE, aí estabelecendo exemplos de situações em que a contrapartida proposta pelo oferente se presume *não equitativa*. Foi esse um objetivo confessado na exposição dos motivos no anteprojeto de transposição da Diretiva das OPAs<sup>599</sup>.

VI. A determinação destes critérios objetivos para fixar o valor mínimo da contrapartida têm por fim que «a fixação do valor mínimo da contrapartida [seja feita] não pelo oferente, mas sim pela lei, com apelo a critérios de equidade e de igualdade», como aliás foi reconhecido pela doutrina nacional<sup>600</sup> que muitas vezes aponta a distribuição do prémio de controlo como um fundamento da OPA obrigatória<sup>601</sup>, ao abrigo do princípio da igualdade dos acionistas. Este princípio encontra especial incidência na contrapartida da OPA, como vimos, pelo que merece aqui um apontamento adicional.

VII. O princípio da igualdade de tratamento dos acionistas tem geralmente aplicação no âmbito das relações internas da sociedade<sup>602</sup>. No âmbito das ofertas públicas, este transcende

---

<sup>598</sup> Pode ler-se nos considerando iniciais da Lei n.º 219/2006, de 2 de Novembro, que «[q]uanto ao primeiro aspecto [valor da contrapartida], o artigo 188.º do Código dos Valores Mobiliários é alterado, densificando a norma já existente que estabelece a obrigatoriedade de a contrapartida ser determinada por auditor independente em determinadas circunstâncias — nomeadamente se a negociação dos valores mobiliários objecto da oferta apresentar uma liquidez reduzida que implique pouca representatividade.

<sup>599</sup> Disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) e onde foi anunciado que «[n]o que toca ao regime da contrapartida mínima em caso de OPA obrigatória, propõe-se a discriminação das circunstâncias que possibilitam a intervenção da autoridade de supervisão na alteração do preço proposto pelo oferente com o intuito de aumentar a certeza jurídica na aplicação da norma do Código».

<sup>600</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória* ... cit., p. 200.

<sup>601</sup> Mais recentemente, JOÃO CALVÃO DA SILVA, «Suspensão do dever de lançamento de OPA», in *Estudos Jurídicos [Pareceres]*, Almedina, Coimbra, 2001, p. 24, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores...*, cit., pp. 640 e ss., ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória...», cit., pp. 597 e ss., e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação...», cit., pp. 20 e ss..

Curiosamente, Relatório *Winter*, que teve influência determinante na Diretiva, faz-se menção à adoção de vários critérios pelos Estados-Membros. Entre outros (como os previstos no artigo 5.º, n.º 4 da Directiva e transpostos para o regime do artigo 188.º do CVM, existia o critério do preço pago pela aquisição do bloco de ações que motivaram a alteração de controlo, o qual foi totalmente desconsiderado. cfr. JAAP WINTER (presidente), JAN SCHANS CHRISTENSEN, JOSÉ MARIA GARRIDO GARCIA, KLAUS J. HOPT, JONATHAN RICKFORD, GUIDO ROSSI e JOËLLE SIMON, *The High Level Group* ... cit., p. 47.

<sup>602</sup> JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA Obrigatória*... cit., p. 144. Esta manifestação tem por objetivo evitar que a sociedade possa beneficiar determinados acionistas em detrimento de outros e assegurar que todos os membros da estrutura acionista são beneficiados ou afetados nos mesmos termos no que respeita à sua relação social. Assim é, desde logo, no regime das ações e aquisições próprias, onde tem previsão expressa, mas também

a organização da sociedade e manifesta-se numa dimensão externa e mais ampla<sup>603</sup>. Previsto no artigo 3.º, n.º 1, alínea *a*), da Diretiva 2004/25/CE, o princípio da igualdade tem dois vetores<sup>604</sup>: (i) todos os titulares de valores mobiliários têm igual tratamento; (ii) os *outsiders* devem ser protegidos quando algum sócio tenha adquirido o controlo<sup>605</sup>. Apesar de não ser expressamente previsto na Diretiva, na nossa opinião, este princípio acaba também por aflorar no princípio da igualdade de informação e no princípio da equidade da contrapartida. O princípio da igualdade serve como instrumento para permitir a partilha dos BPC e como fundamento da instituição de mecanismos de limitação à sua extração. Muito se tem escrito sobre o princípio da igualdade e a sua aplicação no âmbito das sociedades, no âmbito do mercado dos valores mobiliários e no âmbito das ofertas públicas. Existe, inclusivamente um Acórdão do Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE) de 15.10.2009<sup>606</sup>, relativo a um pedido de decisão prejudicial que incidia sobre a *«questão de saber se existe um princípio geral de direito comunitário da igualdade dos accionistas, por força do qual os accionistas minoritários ficam protegidos pela obrigação do accionista dominante que adquire ou exerce o controlo de uma sociedade de propor àqueles a aquisição das suas acções nas mesmas condições que as acordadas na aquisição de uma participação nesta sociedade que confere ou reforça o controlo do accionista dominante, e, se for esse o caso, a questão dos efeitos no*

---

em outras situações, nomeadamente no que respeita ao *governance* da sociedade. Repare-se que, como afirma, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades...* cit., vol. II, p. 619, «o igual tratamento é um princípio cuja vigência geral nas sociedades anónimas levanta dúvidas», mas por estarmos perante sociedades abertas, o CVM veio estabelecer, no seu artigo 15.º, a igualdade entre acionistas cujas ações pertençam à mesma categoria. MANUELA TOLA, «OPA e tutela delle minoranze», in *Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza*, série 1, vol. 77, Nápoles, Jovene Editore, 2008, p. 70. Em geral, nas sociedades abertas — a par do que acontece, por sinal, nas sociedades fechadas —, o suposto é garantir o princípio da igualdade dos acionistas *«através da regra de distribuição pro rata dos lucros»*. JOÃO DIAS LOPES, «Governo da sociedade anónima ...cit., p. 87 [77-165]. Todavia, nem sempre se verifica esta situação, pelo que o legislador estabeleceu este princípio de tutelar os acionistas *outsiders* e o mercado.

<sup>603</sup> MANUELA TOLA, «OPA e tutela delle minoranze», in *Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza*, série 1, vol. 77, Nápoles, Jovene Editore, 2008, p. 87.

<sup>604</sup> RUI PINTO DUARTE, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, pp. 490 [487-526]. Estes dois vetores encontram-se refletidos noutros ordenamentos jurídicos de forma expressa, ao contrário do que acontece no ordenamento jurídico nacional. É o caso do *Takeover Code*, onde o princípio da igualdade assume uma feição tão intensa, que é logo previsto como *General Principle no. 1*, enunciando a igualdade dos acionistas que detenham valores mobiliários da mesma categoria (*class*) na sociedade visada e a necessidade da proteção dos outros acionistas na aquisição de controlo.

<sup>605</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «OPAs obrigatórias... cit., p. 939 [927-984].

<sup>606</sup> Acórdão do TJUE, de 15.10.2009, proferido no processo C-101/08, apresentado pela Cour de cassation do Luxemburgo, onde se opuseram Audiolum SA contra Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) e Bertelsmann AG, disponível em [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu). Sobre este acórdão, vide GUSTAVO DE SOUSA BOTELHO, *O Direito de Exoneração...* cit., p. 26. Contra TIAGO SOARES DA FONSECA, *O Direito de Exoneração...* cit., pp. 77-109 (e bibliografia aí citada, para quem (p. 104) se a Diretiva 2004/25/CE já estivesse em vigor à data da decisão, talvez esta já tivesse sido tomada em sentido diferente.



*tempo de tal princípio*». O TJUE, no entanto, acabou por concluir no sentido negativo<sup>607</sup>: «O direito comunitário não contempla um princípio geral de direito por força do qual os accionistas minoritários são protegidos pela obrigação do accionista dominante que adquire ou que exerce o controlo de uma sociedade de lhes propor a aquisição das respectivas acções nas mesmas condições que as oferecidas na aquisição de uma participação que confere ou reforça o controlo do accionista dominante».

VIII. Também este não se encontra expressamente consagrado em geral na nossa ordem jurídica, mas tem existido consenso na doutrina portuguesa em admiti-lo. Tem sido admitido no disposto no artigo 112.º do CVM, um corolário<sup>608</sup> deste princípio, que se refere expressamente à igualdade de tratamento dos destinatários das ofertas públicas<sup>609</sup>. Contudo, esta igualdade, tipicamente aferida pela proporção que a participação social do sócio representa face ao capital social, deve ser entendida *cum grano salis*. Se a aplicação do princípio da igualdade é relativamente consensual na doutrina e jurisprudência, é muito controversa no que respeita à intensidade da sua aplicação. É que, levado ao extremo, a aplicação deste princípio poderia levar à tentativa de estabelecer uma *igualdade absoluta* entre

---

<sup>607</sup> Entre outras normas, estavam em causa a 3.ª princípio geral e a 17.ª disposição complementar do Código Europeu de Conduta (a seguir «Código de Conduta»), anexo à Recomendação 77/534, e o artigo 3.º, n.º 1 da Diretiva 2004/25/CE. Quanto ao código de conduta, o TJUE decidiu, no considerando 44 do referido acórdão, que «(...) este primeiro princípio coloca em pé de igualdade os princípios da boa conduta em uso nos mercados e os recomendados pelo código de conduta. Daí resulta que, de acordo com esse código, esses princípios revestem, enquanto fontes de direito, o mesmo valor que os que estão em uso nos mercados». No que respeita ao artigo 5.º, n.º 1, da Diretiva, o TJUE denotou, nos considerandos 49 e 50 que «a oferta obrigatória aplica-se unicamente quando alguém detém, após uma aquisição, uma participação que lhe confere o controlo dessa sociedade e a alienação potestativa vale apenas para situações em que o acionista adquire, no momento da oferta pública, mais de 90% do capital com direito de voto, de acordo com os artigos 15.º e 16.º da referida Diretiva. Consequentemente, essas disposições da Diretiva 2004/25/CE aplicam-se a situações específicas, de forma que delas não se pode deduzir um princípio geral de conteúdo determinado».

<sup>608</sup> Existem outras manifestações deste princípio, como sejam o artigo 321.º CSC, que concerne às aquisições e alienações por sociedade anónima de ações próprias ou artigos 15.º e 197.º, do CVM, já no âmbito das sociedades abertas. No que respeita ao primeiro artigo referido, PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais...*cit., p. 276, enfatiza que se trata de um princípio da igualdade de acionistas e não de igualdade de ações.

<sup>609</sup> No entender de JULIANO FERREIRA, «Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição», in *DSR*, Coimbra, Almedina, ano 3, vol. 6, 2011, p. 195 [189-224], nota 4, o tratamento igualitário previsto no artigo 112.º do CVM, no âmbito das ofertas obrigatórias, «visa proporcionar aos minoritários, *a posteriori*, as condições de saída que foram proporcionadas, em condições de desigualdade, aos accionistas que venderam as suas acções em momento prévio ao surgimento de uma posição de controlo. / O seu custo representa um valor economicamente determinável, usualmente designado de prémio de controlo, valor esse que é partilhado por todos os aceitantes de uma oferta voluntária em condições de igualdade, mas de que apenas beneficiam os accionistas que venderam em negociação particular, se aquele procedimento não foi utilizado para a aquisição de controlo. / O tratamento igualitário justifica assim que se proporcione aos accionistas remanescentes após a aquisição de controlo não fundada em idêntica possibilidade de participação no prémio de controlo» e, acrescentamos nós, ainda pela dificuldade de sair.

os acionistas o que, no âmbito em estudo, teria como consequências prejudicar os investidores e o próprio mercado. Obrigando a tratar os acionistas de modo igual quando estejam em situações semelhantes e de modo diferente quando diversas forem as suas situações — trata-se de um princípio relativo, ou seja, «*de modo algum consubstancia qualquer espécie de garantia formal de tratamento horizontal e igualitário para os accionistas*»<sup>610</sup>. Por isso, «*de modo algum veda a existência de “discriminações” positivas ou negativas que sejam conformes às regras legais e estatutárias vigentes*» e «*de modo algum impede a existência de exceções e até a sua derrogação por vontade do próprio accionista afectado*»<sup>611</sup>. É nestas situações que deverá o princípio ser *comprimido* — utilizando, para tal, entre outras vias, a do princípio da proporcionalidade —, por forma a ser coadunável com outros princípios igualmente importantes, permitindo o desenvolvimento regular do mercado.

IX. Quando teoricamente aplicado no âmbito de uma OPA, como consta do artigo 112.º do CVM, o princípio da igualdade pode ser estendido e observável em quatro dimensões<sup>612</sup>: (i) antes da oferta; (ii) na oferta; (iii) dentro e fora da oferta; e (iv) pós-oferta<sup>613</sup>. Vamos ver como se refletem as regras já estudadas sobre a contrapartida.

No plano da dimensão da *igualdade na oferta*, o artigo 3.º, n.º 1, alínea *a*), da Diretiva 2004/25/CE, determina que «todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente». No mesmo sentido, como verificámos *supra*, o artigo 112.º, n.º 1, do CVM que impõe «apenas» que «as ofertas públicas devem ser realizadas em condições que assegurem tratamento igual aos destinatários», obriga a tratar todos os acionistas titulares *destinatários de uma oferta* de valores mobiliários da mesma categoria por igual. Aquela norma enquadra elementos de

---

<sup>610</sup> JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «A igualdade de tratamento... cit., p. 91 [87-111] (realçado no original).

<sup>611</sup> JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «A igualdade de tratamento... cit., p. 92 [87-111] (realçado no original). Neste sentido também, Acórdão do TJUE, de 15.10.2009, tirado no processo C-101/08, apresentado pela *Cour de Cassation* de Luxemburgo, onde se opuseram Audioux SA contra Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL) e Bertelsmann AG, disponível em [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu), onde no considerando 54 se afirma que «o princípio geral da igualdade de tratamento exige que situações comparáveis não sejam tratadas de modo diferente e que situações diferentes não sejam tratadas de modo igual, excepto se esse tratamento for objectivamente justificado».

<sup>612</sup> JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, A igualdade de tratamento... cit., pp. 101 e ss. [87-111], faz antes uma divisão tripartida: (i) na oferta; (ii) dentro e fora da oferta; e (iii) em caso de transferências de controlo.

<sup>613</sup> A igualdade pós-oferta não se encontra consagrada no CVM. Ainda assim, não queremos deixar de lhe fazer referência, nomeadamente porque esta se encontra consagrada em ordenamentos jurídicos «vizinhos», v.g. no alemão. Nos termos do § 31 (5) do *WpÜG*, se o oferente ou pessoas que com ele atuem em concertação, adquirirem ações da sociedade no ano após a publicação dos resultados da oferta e se a contrapartida paga exceder a contrapartida oferecida na oferta, o oferente deverá pagar a todos os aceitantes da oferta a diferença em euros.

aplicação de natureza subjetiva, objetiva e um temporal. Quanto ao *elemento subjetivo*, esta constitui obrigações para todos os sujeitos que podem determinar ou influenciar as condições da oferta<sup>614</sup> e direitos para os *outsiders*, constituindo, entre eles, relações jurídicas objetivamente orientadas para a igualdade dos últimos. O conteúdo da igualdade (*elemento objetivo* da norma) advém de uma comparação entre sujeitos mas não se encontra expressamente determinado. Todavia, o *elemento temporal* é muito claro: a igualdade deverá ser imposta no estabelecimento das condições das OPAs quanto a todos os destinatários. E aquando do estabelecimento das condições da OPA obrigatória, os acionistas encontram-se estruturados de forma bipartida, entre controlador (oferente) e não controladores (destinatários da oferta). Neste sentido, na ausência de referência expressa, não pode entender-se que eles deverão ser tratados igualmente por referência a terceiros, fora do âmbito temporal determinado, porque tal não é previsto no artigo 112.º do CVM: eles terão de ser tratados igualmente entre si, enquanto destinatários da oferta, *i.e.* ter um tratamento equivalente — numa interpretação conforme à Diretiva. Tal não acontecerá apenas e só quando outras condições de igualdade sejam expressamente impostas de forma expressa pela lei<sup>615</sup>.

Quando aplicado à OPA obrigatória, a igualdade estabelecida no artigo 112.º do CVM revela-se uma igualdade inderrogável — uma *igualdade rígida* — nos termos da qual todos os acionistas têm direito, no âmbito do exercício do seu direito de *exit*, a ser tratados de modo igual e equitativo aos restantes acionistas destinatários, que detêm valores mobiliários semelhantes aos seus, como um mandato diretamente conferido ao abrigo da proteção acionista. Engrácia Antunes<sup>616</sup> destaca que a decisão de venda é «eminentemente individual e solitária», sendo nesta fase da oferta que se podem gerar as situações já abordadas, conhecidas como «dilema do prisioneiro». Entre os afloramentos do artigo 112.º do CVM, distinguem-se a igualdade no prazo da oferta (prevista no artigo 183.º do CVM), do montante e natureza da contrapartida (regulada nos artigos 180.º e 188.º do CVM), tal como esta ser destinada a todos os acionistas (nos termos do artigo 187.º do CVM).

---

<sup>614</sup> Que serão, do que até agora vimos, o oferente, a CMVM e, eventualmente, o auditor independente nomeado para fixar a contrapartida mínima da OPA.

<sup>615</sup> De notar que o recurso a uma interpretação sistemática, em razão do n.º 3 do artigo 112.º, obriga a fazer também uma distinção subjetiva, nas situações ali previstas, em razão da qualidade dos investidores (investidores qualificados de categorias especiais de investidores), embora não dizendo respeito à contrapartida da OPA.

<sup>616</sup> JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, A igualdade de tratamento... cit., p. 101 [87-111].

X. No plano da igualdade «dentro e fora da oferta», verificámos que as regras do artigo 180.º do CVM, em consonância com o disposto no artigo 5.º, n.º 4 (1.º parágrafo, 2.ª frase) da Diretiva 2004/25/CE, atribuíam à CMVM o poder de determinar o oferente a rever a oferta, quando entendesse que a contrapartida apresentada pelo oferente, face às transações realizadas fora da oferta, se revelasse não equitativa. Este plano encontra-se naturalmente limitado no carácter temporal: se é uma igualdade «dentro e fora da oferta», pressupõe que seja apenas *durante* a oferta.

A igualdade dentro e fora da oferta encontra, no entanto, limitações. Conseguindo os *outsiders* vender por preço mais alto — incluindo, na pendência de uma OPA a terceiros<sup>617</sup> —, o benefício que recebem jamais poderá ser considerado um benefício social<sup>618</sup> a ser partilhado por todos, até porque em lado algum se impõe aos acionistas que vendem as suas participações por valor mais alto que os outros, a distribuição dos seus lucros pelos restantes<sup>619</sup>. Todos os acionistas, vendendo as suas ações no mercado *fora de uma OPA*, (quer antes, quer durante) fazem-no ao preço que conseguem obter, tendo por referência o valor da cotação da sociedade participada. Pense-se no caso em que se advinha uma OPA concorrente eminente. Os acionistas *outsiders* poderão vir a vender as suas ações por valor mais alto do que o oferecido no âmbito da OPA. São estes obrigados a partilhar com os restantes *outsiders*? Julgamos que não. Imagine-se, que no âmbito de uma OPA obrigatória, é lançada uma OPA concorrente. O artigo 185.º-B, nos seus n.ºs 1 e 2, permite ao oferente rever a oferta ou mantê-la. E como nota Hugo Moredo Santos<sup>620</sup>, nem sempre os acionistas se guiam pela contrapartida oferecida — na expressão daquele autor —, por «números circunstanciais». Destaca Hugo Moredo Santos que «[a] existência de participações cruzadas, de alinhamentos estratégicos entre accionistas ou a conjugação de interesses podem fazer a avaliação da contrapartida um processo bastante intrincado (...) [pois estes cenários] não esgotam o seu impacto ao nível da sociedade visada uma vez que a oferta pode implicar efeitos colaterais, quer ao nível da cotação das sociedades envolvidas (caso se tratem de sociedades cujas acções estejam admitidas à negociação, quer ao nível da reorganização empresarial que ocorrerá se a

---

<sup>617</sup> Não poderá ser ao acionista controlador porque o regime das transações na pendência da oferta, previsto no artigo 188.º, obrigariam, como vimos, o acionista controlador a estender as condições aos demais.

<sup>618</sup> JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA Obligatoria...* cit., p. 155.

<sup>619</sup> Tal não acontece, mesmo quando o acionista coloca à disposição do mercado uma posição significativa, ainda que não seja uma participação de controlo (*e.g.* de 29%), que na lógica das teorias que defendem que o controlo é um bem pertence à sociedade, deveriam, pelo menos, nos casos em que não existe um controlador na sociedade participada, considerar o ajustamento nestes casos.

<sup>620</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Ofertas concorrentes*, Coimbra, Almedina, 2008, pp. 126 e 127.

oferta vier a ter sucesso»<sup>621</sup>. A aceitação por um acionista *outsider* de uma contrapartida mais alta no âmbito da oferta concorrente, obriga-lo-á- a distribuir o prémio pago pelo oferente (relativamente à oferta inicial), no âmbito daquela, pelos restantes acionistas que decidiram manter a sua aceitação da oferta obrigatória inicial, ainda que mais baixa? Mais uma vez, somos da opinião negativa. O princípio da igualdade entre acionistas tem, pois, limitações, mesmo no âmbito das ofertas públicas.

XI. Já no que respeita ao plano da igualdade antes da oferta, tanto a Diretiva, no artigo 5.º, n.º 4 (1.º parágrafo, 1.ª frase), como o artigo 188.º, n.º 1, alínea *a*), do CVM, determinam que a contrapartida deverá corresponder ao maior preço pago na aquisição de valores mobiliários da mesma categoria pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações que constituam uma «relação especial» previstas no artigo 20.º, num período determinado (no CVM, de seis meses) imediatamente anterior à data da publicação do anúncio preliminar da oferta. Repare-se que o artigo 5.º, n.º 4 (2.º parágrafo, 1.ª e 2.ª frases) estabeleceu que os Estados-Membros, respeitando os princípios gerais enunciados no artigo 3.º, n.º 1 (e nos quais se inclui o princípio da igualdade dos acionistas na oferta), podem autorizar as autoridades de supervisão a alterar o preço estabelecido ao abrigo do 1.º parágrafo, «em circunstâncias e de acordo com critérios claramente determinados». Estabeleceu posteriormente um conjunto de situações que, a *título exemplificativo*, podem motivar a alteração do preço, *tanto no sentido da sua subida como descida*<sup>622</sup>. Este preceito foi concretizado no CVM através do estabelecimento do poder da CMVM nomear o auditor nos termos atrás explicitados quando, nomeadamente, se verificarem as circunstâncias previstas no artigo 188.º, n.º 3, do CVM ou quando a contrapartida não puder ser calculada nos termos do n.º 1 daquele preceito. Trata-se de medidas exemplificativas.

Por último, do exposto resulta que nos planos da igualdade antes da oferta e da igualdade dentro e fora da oferta, a Diretiva 2004/25/CE, e os Estados-Membros previram a situação em que esta igualdade absoluta pode ser afastada, permitindo às entidades de supervisão emitir um juízo, quer quanto ao excesso, quer quanto ao defeito da contrapartida — tornando-as em *igualdades mais flexíveis*.

---

<sup>621</sup> Pense-se nos casos em que a contrapartida da OPA obrigatória seja composta por valores mobiliários.

<sup>622</sup> Se o preço mais elevado tiver sido fixado mediante acordo entre o adquirente e o alienante, se os preços de mercado dos valores mobiliários em causa tiverem sido manipulados, se os preços do mercado em geral ou em especial tiverem sido afetados por acontecimentos excecionais, ou a fim de permitir a recuperação de uma empresa em situação difícil.

XII. O princípio da igualdade de tratamento de acionistas não se impõe ao acionista alienante. Destaca Javier García de Enterría<sup>623</sup> que o princípio da igualdade não se aplica na venda do controlo pelo acionista controlador, «*por tratarse aqui de operaciones individuales de los accionista realizadas por completo al margen de la esfera corporativa de la sociedad*». Por outro lado, a capacidade para exercer o controlo como um veículo para criar mais valor na empresa encontra-se encerrado no direito de propriedade associado à detenção de participações sociais que representam a empresa societária. Neste sentido, o controlador recebe uma contraprestação (um benefício próprio) por vender a sua participação a título individual. Por conseguinte, tal benefício não poderá ser tomado como um benefício sobre o qual recaem direitos ou expectativas dos restantes acionistas por não ter qualquer conexão com a atividade ou objeto próprio da sociedade<sup>624</sup>, nem mesmo no plano da igualdade antes da oferta. Nesta linha, já foi defendido pela doutrina nacional<sup>625</sup> que não pode ser a igualdade a fundamentar a distribuição do prémio, *ab initio*, porque tal não acontece com os acionistas que tenham vendido as suas posições em tempo anterior ao período relevante (os seis meses)<sup>626</sup>. Daqui resulta que é apenas no exercício do direito de *saída* conferido pela OPA obrigatória que se exige que os sócios possam abandonar a sociedade em condições semelhantes ou equivalentes às do acionista alienante do controlo<sup>627</sup>. A igualdade de condições perante o acionista alienante iria conferir potencial extensão da igualdade de tratamento dos acionistas no plano da igualdade na oferta. Cumpre verificar as eventuais razões que fundamentem esta extensão. Na apreciação da bondade desta eventual extensão, como já foi destacado<sup>628</sup>, a primeira questão a colocar é se a aceitação do prémio pela transmissão de uma participação de controlo deve ou não ser limitada. Se se chegar a uma resposta positiva, logo de seguida teremos de nos perguntar quais limitações estabelecer e se

---

<sup>623</sup> JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA Obligatoria...* cit., pp. 145 e 146, notando que esta era, em 1996, uma também uma questão «absolutamente pacífica» na doutrina alemã.

<sup>624</sup> JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA Obligatoria...* cit., p. 155.

<sup>625</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação de Accionistas, Exoneração e OPA Obrigatória em Sociedades Abertas», in *DSR*, Coimbra, Almedina, 2010, ano 2, vol. 3, p. 22 [11-48].

<sup>626</sup> JULIANO FERREIRA, «Exceções ao Dever de Lançamento... cit., p. 195.

<sup>627</sup> Por outro lado, destaca JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *La OPA Obligatoria...* cit., p. 145, que o princípio da igualdade não se aplica entre os acionistas a situações de venda de controlo, «*por tratarse aqui de operaciones individuales de los accionista realizadas por completo al margen de la esfera corporativa de la sociedad*».

<sup>628</sup> TOMAS L. HAZEN, «Transfers of Corporate Control and Duties of Controlling Shareholders — Common Law, Tender Offers, Investment Companies — And a Proposal for Reform», in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 125, n.º 5 1977, pp. 1023-1067, disponível em [www.jstor.org](http://www.jstor.org).

estas são suscetíveis de ser aplicadas na prática. Por outro lado, concluindo pela desnecessidade ou insusceptibilidade de limitar o prémio, cumpre determinar a quem aquele pertence, para se apurar se o prémio recebido pelo acionista alienante do controlo deve ou não ser distribuído pelos restantes e, a ser, definir por quem. Já se concluindo pela positiva, tendo verificado que o prémio — comumente denominado por «prémio de controlo» — integra várias realidades, será necessário apurar quais se deverão distribuir e como determinar essa distribuição.

XIII. Por tudo o que o prémio representa, a primeira abordagem que lhe foi feita, realizada por Berle e Means<sup>629</sup> pugnou pela sua total invalidade. Defendendo que o controlo é um bem da sociedade (*corporate asset theory of control*)<sup>630</sup>, consideraram aqueles autores que todos os acionistas devem beneficiar na proporção da sua participação social. Expressivamente afirmam: «*the power going with 'control' is an asset which belongs only to the corporation; and that payment for that power, if it goes anywhere, must go into the corporate treasury*»<sup>631</sup>. Esta conceção foi uma verdadeira revolução, levando os juristas de direito comercial a repensar toda a anatomia do Direito das Sociedades.

Seguindo a teoria Berle and Means, várias soluções foram propostas no sentido de limitar o prémio — tradicionalmente designado por prémio de controlo. Bayne, seguindo as pisadas de Berle, considerava que existiam deveres fiduciários<sup>632</sup> a estabelecer entre os sócios controladores e os sócios *outsiders*, entre os quais estaria o dever de escolher o próximo controlador, em benefício da sociedade e dos restantes acionistas. Para Bayne, a aceitação de um prémio pelo controlador iria corresponder, por essa razão, a uma violação dos deveres fiduciários, na medida em que o transmitente do controlo procuraria o adquirente que lhe

---

<sup>629</sup> ADOLF A. BERLE e GARDINER C. MEANS, *The Modern Corporation & Private Property*, 10.<sup>a</sup> edição, New York, Transition Publishers, 2009 (reimpressão de 1968 — original publicado em 1932), pp. 207-252. Para uma análise à teoria destes autores, vide PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...*cit., pp. 475 e ss.

<sup>630</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória ... cit.», p. 599 [593-661].

<sup>631</sup> ADOLF A. BERLE e GARDINER C. MEANS, *The Modern Corporation...* cit., pp. 216 e 217.

<sup>632</sup> O prémio de controlo estaria assim relacionada com uma questão que ainda hoje leva a nossa doutrina a escrever muitas linhas: a extensão dos deveres fiduciários dos controladores perante os *outsiders*. Sobre esta concepção, vide PAUL DAVIES e KLAUS HOPT, «Control Transactions» in *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and Functional Approach*, 2.<sup>a</sup> edição, 2009, New York, Oxford University Press, pp. 257 e ss. [225-273], destacando desde logo, que estes tanto podem ser impostos ao adquirente do controlo, como também ao alienante. Neste último caso, típico de alguns estados dos EUA «*[t]hese duties may impose na obligation upon the controlling seller either to compensate the remaining shareholders for foreseeable harm caused by the sale or to share the premium with the non-controlling shareholders when the sale can be identified as involving the alienation of something belonging to all shareholders*».

pagasse mais (*i.e* procuraria o futuro controlador em função do seu benefício pessoal com a transação e não com o que seria melhor para a sociedade e seus pares).

A terceira teoria assente no corolário de que o prémio de controlo é inválido foi a que predominou na doutrina e, ainda hoje perdura no seio do nosso ordenamento jurídico: esta foi iniciada por *William Andrews*<sup>633</sup> que propôs o que Holderness e Barclays<sup>634</sup> consideram a «*best known equal opportunity*»: nas sociedades abertas quem queira adquirir 51% do capital tem de adquirir 51% de todos os acionistas<sup>635</sup>, pensamento que veio a constituir os primeiros passos para a instituição do regime da OPA obrigatória, que pugna pela distribuição do prémio. A grande vantagem desta metodologia, ainda hoje inerente à OPA, residiria em não ser necessário determinar o valor justo («*fair value*») pelas ações para computar a porção do preço de aquisição que se encontra alocada ao prémio. O adquirente do controlo pagaria aos restantes acionistas o valor que acresce ao preço das ações (tomando uma determinada referência), ou, noutros moldes, pagaria o mesmo valor por ação exatamente igual ao que pagou ao acionista transmitente, pelo que a proporção da titularidade se encarregaria de fazer funcionar a igualdade entre os acionistas. Desta forma, pelo menos a parte do prémio de controlo será invalidada, embora se reconheça que a desproteção perante a extração de BPC se mantém quando exista uma venda de ativos da empresa, do negócio, o aproveitamento de uma oportunidade societária ou outras violações de deveres fiduciários. Esta doutrina que determina que a distribuição do prémio funda-se no facto de o controlo pertencer à sociedade<sup>636</sup>. Contudo, o controlo pertence aos sócios todos ou apenas a um deles, porque a sociedade não existe sem sócios e sem ninguém que lhe dê destino. Por isso, não se pode afirmar que «o comprador paga ao accionista maioritário, *além do preço das suas acções*, o preço pelo controlo da sociedade, mas, tão-somente, que as acções do mesmo accionista têm um valor acrescido no confronto com as pertencentes aos sócios minoritários, por possibilitarem o domínio (sendo, pois, o prémio de controlo não um *sobre-preço*, mas uma *parcela do preço devido*)»<sup>637</sup>. Na análise dos documentos relativos a OPAs, disponibilizados no *site* da CMVM, verificámos ser frequente nos relatórios das sociedades visadas a utilização

---

<sup>633</sup> WILLIAM ANDREWS «The stakeholder's right to equal opportunity in the sale of the shares», in *Harvard law review*, 1965 (não consultado). Sobre a sua teoria, vide ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória ... cit., p. 599 [593-661].

<sup>634</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, «The law of large-block... cit., p. 268 [p. 265-294].

<sup>635</sup> ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «OPA obrigatória... cit., p. 599 [593-661].

<sup>636</sup> CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «Os casos de Obrigatoriedade... cit., p. 13 [7-77].

<sup>637</sup> CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «Os casos de Obrigatoriedade... cit., pp. 13 e 14 [7-77].



de expressões como «a contrapartida reflete uma valorização de»<sup>638</sup> ou a «contrapartida oferecida pelas Acções no âmbito da Oderta, representa um prémio aproximado de»<sup>639</sup>.

XIV. Na nossa opinião, as teorias que defendem a invalidade do prémio ou a sua distribuição por todos os acionistas, não têm em conta que no ordenamento jurídico nacional (a par dos restantes ordenamentos europeus) se permite a possibilidade de distribuição de forma diferenciada dos benefícios sociais gerados pela sociedade, prevendo inclusivamente categorias diferentes de ações<sup>640</sup>. Desta forma, não se impõe uma igualdade formal e absoluta na posição dos acionistas, não se podendo prever a invalidade do prémio e a sua correspondente distribuição igualitária pelos acionistas. Entendemos que foi já devidamente demonstrado ao longo do nosso estudo, que os acionistas com participações insignificantes estão em situações diferentes dos acionistas com participações de controlo. Afinal, «o accionista de controlo tem maiores custos e riscos com a gestão da sua participação do que o pequeno accionista e, por isso, deve pelos mesmos ser recompensado, face ao princípio geral de que a maiores riscos deve caber uma maior remuneração»<sup>641</sup>. Estes custos e estes benefícios que os *outsiders* não partilham, constituem fundamento para uma diferenciação da remuneração a receber no âmbito da transação de controlo — tão diferentes que originaram o já referido mercado de controlo. E por essa razão afirma Hugo Ricardo Araújo<sup>642</sup> que «o prémio de controlo é de quem controla a sociedade e não da própria sociedade, pelo que não deverá ser repartido pelos minoritários». No mesmo sentido, já foi afirmado por juristas, por exemplo, Menezes Falcão<sup>643</sup> que notou «se o prémio de controlo reflete a contraprestação económica do poder de gestão social, não parece estranho que não beneficiem dele quem nesta não participa». Neste âmbito, note-se que os autores se estão a referir ao componente do prémio de controlo *latu sensu* (ou apenas «prémio») que designámos por *prémio de*

---

<sup>638</sup> Relatório do conselho de administração do Banco Totta & Açores S.A. na OPA lançada pela Santusa Holding, S.L. (BSCH), disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), onde se destacou que o valor da contrapartida apresentada pela Santusa Holding, S.L. (BSCH) representava uma valorização de 14% face à cotação média ponderada nos 6 meses anteriores e de 33% face à cotação média ponderada nos doze meses anteriores.

<sup>639</sup> Relatório do conselho de administração da Somague - SGPS, S.A. emitido a 07.06.2004, na OPA lançada pela Sacyr Vallehermoso, S.A., disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), onde se destacou que o valor da contrapartida apresentada pela oferente representava um prémio de 4,21% face aos resultados contabilísticos de 2003 e de 5,49% face ao preço da cotação média ponderada dos últimos seis meses.

<sup>640</sup> Por exemplo, através das ações preferenciais sem voto ou acordos parassociais.

<sup>641</sup> MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 193.

<sup>642</sup> HUGO RICARDO ARAÚJO, «A Oferta Pública Obrigatória», in *Revisores & Empresas*, Julho/Setembro, 2006, p. 56, disponível em [www.oroc.pt](http://www.oroc.pt).

<sup>643</sup> MENEZES FALCÃO, «A OPA obrigatória... cit., p. 193.

aquisição<sup>644</sup>. Já João Cunha Vaz<sup>645</sup> afirma que «uma oferta pública de aquisição tem tendência a favorecer os seus destinatários — os accionistas da sociedade visada — concedendo-lhes o benefício de uma mais-valia: o «prémio de controlo», resultado do facto de o valor nominal das ações em regra superior ao valor real, ficar nestes casos aquém do valor das acções detidas pelo accionista controlador, valor, esse, que o oferente está disposto a pagar para adquirir o controlo da sociedade», concluindo que «[d]este modo, deve ser dada a oportunidade a todos os accionistas em partilhar deste prémio (no respeito pelo princípio da igualdade de tratamento». João Cunha Vaz parece reportar-se a todo o prémio, pelo que atendendo ao que temos vindo a expor, não podemos concordar totalmente com esta posição, como se esclarecerá nas páginas seguintes.

---

<sup>644</sup> Nos EUA a discussão sobre se o prémio de controlo deve ou não ser partilhado reside no plano dos deveres fiduciários e não do princípio da igualdade. EDMUND-PHILIPP SCHUSTER, *Efficiency in Private ...* cit., p. 10, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1610259](http://www.ssrn.com/abstract=1610259). Para responder a estas questões no âmbito nacional é necessário ir ao núcleo do *status socii*, que, como destaca JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação... cit., p. 109, envolve uma relação complexa, com direitos mas também deveres. O *status socii*, é delimitado pela lei e pelo contrato social. Sobre este, vide, MARIA ELISABETE RAMOS, «Constituição de Sociedades Comerciais», in JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU (coord.), *Estudos de Direito das Sociedades*, 10.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 49 ss.. Já foi destacado que os «agency problems exist whenever shareholders invest in a company they do not control». Ronald J. Gilson e Alan Schwartz, «Constraints on Private Benefits... cit., p. 11, disponível em [www.ssrn.com/abstract=2129502](http://www.ssrn.com/abstract=2129502). Esta frase aplicar doutrina da agência entre os sócios *insiders* e *outsiders*, que afastámos acima. No sentido da aplicação desta teoria, ERIC VAN DAMME, «Preventing Abuse... cit., p. 4. Independentemente da posição conceptual adotada, o problema não é afastado. Os investidores entregam dinheiro à sociedade, que será utilizado por terceiros nos quais estes depositam confiança. Na sequência deste raciocínio, a ideia de confiança convoca à ideia do jurista a lealdade. Faz pois sentido perguntar se os sócios maioritários se encontram vinculados a deveres de lealdade para com outros acionistas, os quais «inscreve[m]-se no seu próprio status enquanto sócios». ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «A Lealdade no Direito das Sociedades», in *Revista da Ordem dos Advogados*, n.º 66, vol. 3, 2006, pp. e 1033 e ss, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt), que destaca que «no exercício das posições sociais de acordo com a boa fé, seguindo-se as vias de concretização deste instituto: tutela da confiança (p. ex., proibição de *venire contra factum proprium*) e primazia da materialidade subjacente (p. ex., proibição de actos emulativos)». No Direito das Sociedades, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «A Lealdade... cit., pp. e 1033 e ss, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt), destacou que a lealdade atua em diversos níveis: (i) dos acionistas entre si (designadamente da maioria para com a minoria mas, também, inversamente); (ii) dos acionistas para com a sociedade; (iii) dos administradores para com a sociedade; e (iv) dos administradores para com os acionistas. Como foi destacado por Menezes Cordeiro, a lealdade «traduz a característica daquele que atua de acordo com uma bitola correta e previsível. Perante uma pessoa leal, o interessado dispensa a sua confiança»<sup>644</sup>. Neste sentido, exige-se dos acionistas que atuem com correção e previsibilidade, que recorem o conceito de lealdade. Como se sabe, «as sociedades anónimas surgiram e desenvolveram-se num ambiente pouco favorável à confiança interindividual. A própria designação “anónima” constitui um início de explicação». ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, «A Lealdade... cit., 2006, pp. e 1033 e ss., disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt). Por estarmos no âmbito das sociedades abertas, cujo capital se encontra aberto à subscrição pública, precisamos ter em conta fatores adicionais, nomeadamente, que estamos perante um mercado onde a maioria dos acionistas detêm uma participação meramente financeira. É nesta relação contratual jus-societária estabelecida que a CMVM, no desenvolvimento das suas funções de supervisão e regulação, intervém na qualidade de autoridade administrativa, como parte «neutra», ou seja, «numa posição de terceiro, fora do eixo central da relação jurídica que se desenvolve no mercado e justifica a intervenção pública». ANDRÉ FIGUEIREDO, *A informação difundida... cit.*, p. 68, sobre o critério da neutralidade para o desenvolvimento da função administrativa nas pp. 71 e ss. E foi também no âmbito desta relação jus-societária que o legislador se teve de pronunciar relativamente a estas questões. A elas voltaremos adiante.

<sup>645</sup> JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia...* cit., p. 67.

XV. Repare-se que, mesmo a Diretiva em caso algum aborda a divisão do prémio de controlo como um objetivo a estabelecer aquando da oferta, nem nesse sentido indicam os seus princípios gerais, mas antes e tão-só a proteção dos acionistas<sup>646</sup> na alteração do controlo. A igualdade de tratamento dos acionistas titulares de valores mobiliários da mesma categoria garante que deve ser sempre assegurada aos destinatários de uma oferta pública uma proposta com as mesmas condições, sendo a OPA obrigatória o mecanismo utilizado na proteção do acionista aquando da aquisição de controlo por uma pessoa. Consequentemente, o regime da contrapartida deve pois, ser analisado no âmbito da garantia do direito de saída, encontrando-se, a igualdade de tratamento como o princípio conformador e concretizador daquela proteção, essencial para definir os termos do *exit*. Esta igualdade no âmbito da contrapartida da OPA obrigatória, quer por força do preceito da Diretiva, quer por força do artigo 112.º do CVM, destina-se ao tratamento igual dos acionistas no estabelecimento do valor daquela, que sejam titulares de valores mobiliários da mesma categoria na alteração de controlo da sociedade visada, através da garantia de um *valor equitativo*.

Por essa razão, «não parece correcto equivaler o preço equitativo a condições financeiras vantajosas, uma vez que as regras acerca da fixação do valor a oferecer pelo novo controlador no âmbito da opa obrigatória não visam o pagamento aos acionistas minoritários do melhor preço possível»<sup>647</sup>. Assim, a extensão da igualdade ao preço pago aos anteriores acionistas pode revelar-se, em certas situações, excessiva e «a alusão a um “prémio de controlo” pode ser ilusória: não está em causa maximizar o preço, mas sim encontrar um preço justo, equitativo»<sup>648</sup>. E do que até aqui já se explicou, «equitativo não é sinónimo de igual, querendo antes significar justo, em conformidade com o princípio da equidade»<sup>649</sup>. Neste sentido, somos forçados a concluir que o objetivo do artigo 188.º — uma vez já assegurado pela oferta se dirigir a todos (pelo artigo 187.º do CVM) e em *condições de*

---

<sup>646</sup> Cumpre revisitar o artigo 3.º, n.º 1, alínea a), da Diretiva, para compreender como foi enquadrada a igualdade do acionista. Dispõe este preceito, podendo conduzir uma primeira leitura a conclusões menos acertadas, que «para efeitos de aplicação da presente diretiva, os Estados-Membros asseguram que sejam respeitados os seguintes princípios a) todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; *além disso, nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos*» (realçados nossos).

<sup>647</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória ... cit.*, p. 202.

<sup>648</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória ... cit.*, p. 202.

<sup>649</sup> HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA obrigatória ... cit.*, p. 202.

*igualdade de tratamento* em casos de *igualdade de circunstâncias* (nos termos do artigo 112.º do CVM) —, parece ser antes o de garantir-lhes uma saída por uma contrapartida *justa*.

Na apreciação do regime da OPA obrigatória, deve desde logo ter-se em atenção que as sociedades abertas de mercados concentrados (como o nacional) são justamente destinadas à existência de participações financeiras pelos acionistas. Os acionistas furtam-se propositadamente à participação na administração da sociedade, delegando essas funções em terceiros — os acionistas controladores ou administradores —, o que gera a passividade acionista a que nos temos vindo a referir<sup>650</sup>. Assim, não se poderá deixar de ter em atenção que os acionistas de uma sociedade aberta controlam o seu investimento — no sentido em que podem desinvestir a qualquer momento —, sem responder por quaisquer riscos de gestão<sup>651</sup>. Nos dias que correm, a aquisição e venda de ações é uma operação que, graças ao desenvolvimento dos sistemas informáticos, é praticamente instantânea em alguns mercados. Em Portugal, a liquidez de mercado é um pouco reduzida mas tal não significa que um acionista não tenha relativa facilidade em vender as suas participações sociais, em especial em mercado regulamentado. Assim, na discussão do controlo e da divisão do prémio de controlo, sugere Eric W. Nath<sup>652</sup> que esta não passe tanto pela capacidade de exercício de controlo sobre a administração (*«that completely misses the point»*, devido à participação meramente financeira dos *outsiders*<sup>653</sup>), mas pelo fornecimento de uma oportunidade de saída (ou desinvestimento), quando esta, em virtude da diminuição da concentração, possa ser prejudicada. Assim, Eric W Nath pergunta: *«[s]o, if public stockholders have total control over their investment and that is the only control they want or need, then how can a premium paid in the takeover of a public company possibly have anything to do with the differential in value between minority and control?»*. Por esta razão, não parece de acordo com a *ratio* do regime estabelecer-se uma igualdade absoluta entre a contrapartida paga ao controlador e a paga a um *outsider* e, assim, a contrapartida não pode ser tomada como prevista num imperativo de igualdade entre os acionistas e os anteriores controladores<sup>654</sup>. A divisão da

---

<sup>650</sup> ERIC W. NATH, «Best practices... cit., p. 27 [25-30].

<sup>651</sup> Exceto na medida da sua participação social, cujo risco corresponde ao valor do seu investimento, pelo que a perda é controlada relativamente controlada

<sup>652</sup> ERIC W. NATH, «Best practices... cit., p. 27 [25-30].

<sup>653</sup> ERIC W. NATH, «Best practices... cit., p. 27 [25-30].

<sup>654</sup> Contra JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, A igualdade de tratamento... cit., p. 111 [87-111], que afirma que a *best price rule* tem como consequência que os *outsiders* sejam tratados «em igualdade de circunstâncias com os acionistas maioritários ou controladores que negociaram anteriormente com o oferente a transmissão de lotes significativos ou de controlo de ações». Contudo, afirma que este princípio é «relativo no sentido em que de modo algum consubstancia qualquer espécie de garantia formal de tratamento horizontal igualitário para os

totalidade do prémio nem sequer é justificável no plano da eficiência económica<sup>655</sup>, desmotivando o acionista controlador a adquirir o controlo<sup>656</sup>. Cumpre verificar as consequências do regime estabelecido no mercado de capitais nacional e determinar se ela se encontra de acordo com o espírito legislativo, pois parece que a alteração dos fundamentos do investimento não justifica este incremento no valor da sua participação.

XVI. Ainda assim, os autores que defendem que o prémio deverá ser distribuído totalmente desprovidos de razão não se encontram. Vimos *supra*<sup>657</sup> que o prémio, integrando várias componentes, tem uma que corresponde à extração de BPC ou, pelo menos, a reflete. No seguimento do que se tem vindo a tentar demonstrar, na medida em que se considere que o prémio de controlo expressa os benefícios adicionais que o adquirente espera obter em virtude da aquisição do controlo, não parece haver razões para que o prémio de controlo seja distribuído porque a posição dos acionistas não controladores não se modifica<sup>658</sup>. Obrigando-se a pagar o prémio de controlo aos acionistas, pressupõe-se que uma parte do valor das expectativas de crescimento já é integrado na sociedade à data da aquisição<sup>659</sup>, o que, aliás, vai de encontro ao padrão dos critérios do artigo 188.º do CVM, que como vimos, apresentam a proteção do acionista com base em situações passadas<sup>660</sup>.

Em causa está a partilha de duas realidades diferentes, ambas integrando o prémio: de um lado, a divisão de vantagens patrimoniais obtidas pela transmissão do controlo; do outro, a divisão das vantagens patrimoniais obtidas no desenvolvimento do negócio da sociedade pelo controlador. Por essa razão, a montante, o prémio consiste, como verificámos, num meio por

---

*accionistas*», notando até que a desigualdade é uma «incontornável situação (...) que resulta da circunstância de os respetivos direito políticos e económicos serem determinados em função e na proporção do montante do investimento realizado por cada um no capital social».

<sup>655</sup> O objetivo de ter «efeitos económicos neutrais» pode mesmo desvirtuar o procedimento da OPA obrigatória. JAVIER GARCÍA DE ENTERRIA, *Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Estudios de Derecho Mercantil, Madrid, Civitas Ediciones, 1999, p. 40 e MANUELA TOLA, «OPA e tutela delle minoranze», in *Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza*, série 1, vol. 77, Nápoles, Jovene Editore, 2008, p. 99.

<sup>656</sup> MANUELA TOLA, «OPA e tutela delle minoranze», in *Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza*, série 1, vol. 77, Nápoles, Jovene Editore, 2008, p. 111.

<sup>657</sup> Em 3.2.

<sup>658</sup> EDDY WYMEERSCH, «La oferta pública de adquisición obligatoria. Una opinión crítica.», in JOSÉ LUÍS URQUIJO JUAN MANUEL MORENO-LUQUE e ANTONIO ALONSO (coord.), *Ofertas Públicas de Adquisición...* cit., p. 54 [47-65].

<sup>659</sup> MANUELA TOLA, «OPA e tutela delle minoranze», in *Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza*, série 1, vol. 77, Nápoles, Jovene Editore, 2008, p. 112.

<sup>660</sup> Não se trata nem se deve transformar num «tratamento igualitário no acesso ao prémio», como afirma JULIANO FERREIRA, «Exceções ao Dever de Lançamento ... cit., p. 195, porque, à partida, os preços são estabelecidos por categoria, numa manifestação do princípio da igualdade.

excelência de extrair BPC. Se o acionista controlador consegue vender as suas ações e receber a totalidade do prémio de controlo sem o partilhar com nenhum dos restantes acionistas, consegue também absorver toda a valorização positiva da sua posição, a qual teve impacto no preço das suas ações, por dispor da gestão da sociedade, bem como por ter extraído os BPC. Mesmo perante os mecanismos legais que limitam a extração dos BPC, o controlador consegue vender a sua participação a valor superior àquele que lhe caberia na divisão proporcional do valor da empresa pelas ações, mas acaba por não extrair totalmente o valor das ações dos acionistas *outsiders*. A jusante, o prémio pode consistir num meio por excelência de limitar a extração dos BPC, já que se tem defendido que nele se encontram refletidos os valores (a título dos BPC) que o acionista alienante do controlo estima que consegue extrair, bem como os valores que o acionista adquirente tem expectativa de vir a extrair no futuro.

XVII. A OPA obrigatória subsequente revela-se, assim, um instrumento para evitar que os controladores se apropriem do prémio de controlo *stricto sensu* na venda do seu bloco de controlo<sup>661</sup>. Contudo, caso pretendessem limitar totalmente o pagamento de qualquer prémio, quer o legislador europeu, quer o nacional, teriam aperfeiçoado o regime de OPA obrigatória prévia. Aqui, por o controlo ser adquirido no âmbito da oferta, recai no princípio da igualdade de tratamento no *plano da oferta*, que impõe que não se estabeleçam condições diferentes para acionistas titulares de valores mobiliários da mesma categoria, no contorno de uma OPA. Assim, as conclusões a que temos vindo a chegar quanto à distribuição do prémio não poderão ser transpostas para a OPA prévia lançada nas condições da OPA obrigatória.

Como já se fez notar, da OPA obrigatória prévia (que constituía uma obrigação do investidor) restam-nos os resquícios previstos no regime da OPA voluntária prévia, conjecturada sob forma de exceção à OPA obrigatória, no artigo 189.º, n.º 1, alínea *a*), do CVM (que constitui uma faculdade), nos termos da qual o investidor pode, perante uma situação de baixa do mercado, em que a sociedade visada se encontre *subavaliada*, rapidamente adquirir o controlo daquela. Fazendo uma proposta a todos os acionistas, e esquivando-se a uma OPA obrigatória subsequente (em que o mercado pode ter voltado ao normal e a CMVM determine a não equidade da contrapartida), mediante o lançamento de uma oferta dirigida a todos os acionistas, nos termos prescritos para a OPA obrigatória, por forma a proteger os acionistas *outsiders*, o oferente tem de garantir àqueles o direito de *exit*.

---

<sup>661</sup> EDDY WYMEERSCH, *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, Financial Law Institute Working Paper n.º 2008-01, 2008, p. 5, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1086987](http://www.ssrn.com/abstract=1086987).

Caso a sua contrapartida não seja considerada equitativa pelo mercado, esta não será bem-sucedida e os resultados da oferta serão no sentido do seu fracasso. Tal acontecerá, nomeadamente nas sociedades de estrutura concentrada, nos casos em que a contrapartida não integra o prémio de aquisição (e até o prémio de controlo *stricto sensu*), na medida em que o controlador poderá não concordar com o preço. É que, vendo-se obrigado a oferecer a mesma contrapartida a todos os acionistas que sejam titulares de valores mobiliários da mesma categoria, esta oferta prévia obriga a que o prémio de aquisição e o prémio de controlo *stricto sensu* sejam distribuídos por todos os acionistas no procedimento de aquisição do domínio da sociedade visada<sup>662</sup>. Já nas sociedades de estrutura diversificada, por não existir um prévio controlador, a análise da situação afigura-se mais difícil de apurar para o *outsider*. É nestas situações que o mesmo se encontra verdadeiramente na situação do «dilema do prisioneiro». Por todo o exposto, o valor da contrapartida é determinante na concretização dos objetivos da OPA obrigatória. Poderão teoricamente existir três resultados possíveis de uma oferta, do ponto de vista de um sócio minoritário: (i) a oferta é rejeitada; (ii) a oferta é aceite pela maioria dos acionistas, incluindo o *outsider*; ou (iii) a oferta é aceite por uma maioria dos acionistas, não incluindo esse *outsider*. O *outsider* pode preferir o primeiro cenário, mas considerar o terceiro como tão indesejável que prefere resignar-se ao segundo, por forma a evitá-lo («*pressure to tender*»). Porém, pode acontecer a situação contrária, verificando-se a situação conhecida como «*free rider problem*». A tomada de decisão baseia-se no preço e na informação que detém, com a expectativa do que a sua posição poderá vir a valer num futuro.

\*\*\*

XVIII. Do acima exposto resulta que, no âmbito da OPA obrigatória subsequente, cumpre proceder a uma distribuição de *parte* do prémio — e não da sua totalidade. Por essa razão, o fundamento da distribuição do prémio de controlo não pode ser outro que não proceder a uma compensação dos *insiders* pela «expropriação» (não jurídica, mas patrimonial) que sofreram em virtude da extração dos BPC pelo anterior controlador, conferindo-lhes um valor justo e equitativo pela sua participação social no momento de saída.

---

<sup>662</sup> Defendendo que a substituição da OPA prévia pela subsequente tem como consequência a distribuição do prémio de controlo, FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, «Líneas generales del nuevo régimen sobre las OPAs», in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 106, ano XXVI, Valladolid, Editorial Lex Nova, 2007, p. 22 [9-40].

Sobretudo, deve ser considerado o *control premium*, sem se esquecer que, o acionista adquirente do controlo, ainda não tem noção do quanto é que ele poderá vir a beneficiar através dos BPC que virá a extrair. No entanto, quando paga ao acionista que lhe vende o controlo, ele paga o valor que o acionista controlador anterior estima corresponder aos BPC que extraiu. Neste sentido, o acionista controlador, ao vender a sua participação social, faz um juízo sobre um preço em que, inconscientemente, atribui um valor aos ativos da sociedade, aos direitos políticos das ações, aos benefícios do controlo e aos BPC. Tudo somado, obtém um preço pelo qual se encontra disposto a vender. Aliás, os BPC que extraiu foram obtidos ilicitamente e motivaram uma desvalorização ilícita dos restantes acionista livres, os quais merecem ser compensados, v.g. em sede de OPA obrigatória, pelo valor que lhes foi retirado.

XIX. Neste sentido, a contrapartida — por corresponder à contraprestação paga pelo oferente no âmbito do *direito de exit* conferido aos *outsiders* no âmbito da OPA —, acomoda um momento especialmente propício para funcionar como mecanismo de limitação dos BPC *ex ante*. A limitação dos BPC tem a vantagem de atrair investidores, uma vez que, desta forma, em consciência de que o seu dinheiro é usado de forma mais eficiente e em seu proveito, estarão dispostos a investir mais. Esta situação terá como consequência natural o desenvolvimento do mercado dos valores mobiliários. Do que até aqui dissemos, podemos ainda concluir que, se a extração de benefícios *distortionary* e *diversionary* estivesse devidamente vedada, o prémio deveria pertencer apenas ao controlador alienante, como compensação pelos *idiosyncrats* BPC e pelo valor do controlo.

#### **4.2. Ensaio sobre a distribuição do prémio de controlo na OPA obrigatória e voluntária — contrapartida justificada e equitativa ao abrigo do artigo 188.º do CVM**

##### **4.2.1. Bases de raciocínio e metodologia adotada**

XX. É importante definir as bases em que nos sustentamos. Numa transação que envolva transmissão de ações é frequente existir um prémio pago pela aquisição daquelas, v.g. quando a posição que é transmitida é importante<sup>663</sup>. Nas sociedades anónimas fechadas, perante uma

---

<sup>663</sup> A «importância» da posição que é transmitida deve ser apurada no caso concreto, consoante o feixe de direitos e obrigações que atribua ao seu titular e a posição relacional perante os outros acionistas da sociedade.



alteração do controlo, não existe nenhum direito de *exit* atribuído aos acionistas – exceto nas situações de aquisição tendente ao domínio total e alienação potestativa, previstas no artigo 490.º do CSC<sup>664</sup>) ou nas outras previstas expressamente pela lei<sup>665</sup>. Neste sentido, o eventual prémio (o *acquisition premium* e o *control premium*) é totalmente extraído pelo *insider* no momento em que aliena o controlo, o qual não é limitado nem distribuído pelos restantes acionistas.

Verificámos *supra*, que são os princípios da proteção dos acionistas e da proteção do mercado que motivam a atribuição de um direito de *exit* aos acionistas *outsiders* perante uma alteração do controlo (constituído *ex novo* ou transmitido) numa sociedade aberta, mediante uma proposta de aquisição dirigida pelo novo controlador (o adquirente) – é a lei que assim o determina, pelo estabelecimento do regime da OPA obrigatória. Corolários da garantia desse direito de *exit* podem ser encontrados em diferentes aspetos, designadamente: (a) pode ser apresentada uma OPA para aquisição do controlo ou ser apresentada posteriormente a essa aquisição; e (b) a proposta tem de ser dirigida a todos os acionistas. Note-se que, por ser realizada em mercado regulamento e se encontrar especialmente regulada na lei, tal proposta tem de respeitar vários princípios e procedimentos legais. Desde logo, os *princípios da informação e da transparência*, que determinam que o acionista deve ter o máximo de informação necessária à tomada de decisão de investimento. Por outro lado, o *princípio da estabilidade da oferta*, que, relacionando-se com o princípio da informação, obriga o oferente a manter uma proposta por um período de tempo mínimo, devendo as condições da mesma manter-se idênticas até ao fim de tal período mínimo. Acresce que quaisquer alterações às condições da proposta apenas poderão ser efetuadas em benefício dos recetícios da mesma. Finalmente, o *princípio da igualdade* de tratamento entre acionistas, para garantir que todos os acionistas recebem uma proposta com condições justificadas e equitativas semelhantes às dos restantes titulares dos valores mobiliários — tipicamente ações — da mesma categoria.

XXI. Quando colocado perante a oferta, um acionista faz uma avaliação económica daquela para decidir se aceita ou não exercer o seu direito de saída. Neste sentido, o acionista destinatário deverá observar os vários valores económicos de que dispõe, desde logo, (i) o valor do preço das cotações da sua participação nos meses anteriores, (ii) na data do anúncio preliminar da oferta, (iii) a natureza e valor da contrapartida oferecida (iv) eventual existência

---

<sup>664</sup> Embora existam teorias que defendam a extensão da OPA obrigatória às sociedades fechadas. APO?

<sup>665</sup> Sobre a discussão doutrinária em torno da natureza do direito de *exit* da OPA obrigatória, *vide* nota 353.

de dividendo a ser pago<sup>666</sup>, entre outros. Assim, tipicamente, ao avaliar a oferta, o acionista minoritário procurará comparar a sua situação no momento em que toma conhecimento daquela com aquela que terá após serem divulgados dos resultados. Esse valor será o correspondente à avaliação pessoal resultante da diferença entre a desvalorização que tem lugar por força da aquisição do controlo pelo controlador (quando *ab initio*), pelo tipo de

---

<sup>666</sup> Uma questão muito relevante consiste em saber como deve ser distribuído o dividendo no âmbito de uma OPA, *i.e.* saber se a contrapartida da OPA integra ou não o dividendo. A prática tem demonstrado que os documentos da oferta já regulam, na proposta da contrapartida, a eventual distribuição de dividendos. Exemplificando, atente-se ao anúncio preliminar da OPA Intercement Austria Holding GmbH sobre Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA da Cimpor (publicado em 30.03.2012 e disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), onde se refere que «a contrapartida oferecida é de € 5,50 (cinco euros e cinquenta cêntimos) por Ação, a pagar em numerário, deduzido de qualquer montante (ilíquido) que venha a ser atribuído a cada Ação, seja a título de dividendos, de adiantamento sobre lucros de exercício ou de distribuição de reservas, fazendo-se tal dedução a partir do momento em que o direito ao montante em questão tenha sido destacado das Ações e se esse momento ocorrer antes da liquidação da Oferta». Por outro lado, também no prospeto da OPA (publicado a 29.05.2012 e disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)), foi mencionado que «[a] Oferta tem um prémio implícito de 10% face à cotação de fecho do dia anterior ao Anúncio Preliminar (€ 50 por ação), e um prémio de 6,7% se excluído o dividendo, que a Oferente descontará do preço oferecido, caso seja pago um dividendo antes do fim do período da Oferta. Adicionalmente, durante os últimos seis meses, o preço médio ponderado (“VWAP”) da ação da Cimpor foi de € 5,09, com o preço oferecido a representar um prémio de apenas 8,0% ou 4,7%, incluindo ou excluindo o dividendo, respetivamente».

Contudo, um caso em que existiam dúvidas quanto à transmissão no âmbito da OPA do dividendo não vencido (e não regulado no anúncio preliminar, por à datada sua publicação, o oferente não sabia se estes se encontravam ou não vencidos) foi decidido pelo Tribunal da Relação do Porto, em acórdão de 27.06.2002, processo n.º 0230597, relator Gonçalo Silvano, disponível em [www.dgsi.pt](http://www.dgsi.pt), embora ao abrigo do anterior Cód.MVM. O Tribunal teve em conta que «(...) a OPA revestia carácter obrigatório, tendo, por imposição legal, de dirigir-se à totalidade das acções, de modo a possibilitar aos accionistas exonerarem-se da sociedade, subtraindo-se aos riscos da alteração do controlo. Ora, se acaso fosse *cum dividende*, a oferta não poderia ser aceite pelos accionistas que, por qualquer razão, não dispusessem de dividendos, e que, por isso, ficariam privados de um mecanismo de tutela que a lei quer extensível a todos os sócios - sem que, para mais, se veja que interesse sério do oferente poderia exigir tal solução, já que existem outras formas de ele se proteger contra a desvalorização das acções consequente da atribuição de dividendos e que estes não passam de créditos sobre a sociedade, irrelevantes para efeitos da tomada do respectivo controlo». Deste modo, explicou o Tribunal que «há que ponderar que a oferta, por um imperativo lógico, se referia aos valores tal qual eles existiam nas datas da publicação do anúncio preliminar e do anúncio de lançamento, e não podia, portanto, incluir os dividendos só mais tarde atribuídos» tendo concluído, relativamente ao âmbito da OPA, que «[a] sua extensão a estes direitos não podia deixar de acarretar uma revisão da oferta, sem observância do formalismo imposto pelo Código do Mercado de Valores Mobiliários e em sentido que não era mais favorável para os destinatários, quando a lei impõe tanto uma coisa como outra».

Sobre esta questão pronunciou-se Carlos Ferreira de Almeida, «Direito a dividendos no âmbito de Oferta Pública de Aquisição de acções» in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, pp. 29 a 89, correspondente ao parecer emitido no âmbito do referido processo onde se pronunciou no sentido de que o critério interpretativo para compreender se a oferta já incluía ou não o dividendo não pode descurar se a evolução das cotações em bolsa nos dias seguintes à assembleia geral da sociedade visada onde o dividendo é atribuído, sofreu uma valorização ou não. Assim, uma vez que no caso concreto não houve evolução das cotações, conclui que a insensibilidade do mercado à deliberação de distribuição de dividendos demonstra que a oferta já incluía o dividendo.

No âmbito do CVM, cumpre destacar que nos termos da alínea b) do n.º 4 do artigo 182.º, eventuais deliberações pela assembleia geral para distribuição antecipada de dividendos deve ser aprovada pela maioria exigida para a alteração dos estatutos, tendo a assembleia geral de ser convocada exclusivamente para o efeito (nos termos do n.º 3, alínea b) do preceito), o que constitui uma limitação a partir do momento em que se tome conhecimento da decisão de lançamento de OPA que incida sobre mais de um terço dos valores mobiliários da respetiva categoria e até ao apuramento do resultado ou até à cessação.

gestão que o *insider* espera que o novo controlador apresente e os benefícios que poderão advir dessa gestão para sociedade no sentido da valorização do negócio, entre outros fatores.

XXII. Pretende-se nesta sede avaliar o valor da participação social durante as várias fases da oferta e o impacto que a transmissão do controlo pode ter na posição dos acionistas. O objetivo será, pois, com base nesses resultados, verificar se são demonstráveis teoricamente as conclusões a que até agora se tem chegado, para, numa fase posterior, ver os reflexos que essas conclusões poderão ter na apreciação do regime relevante. A análise da contrapartida nesta sede deve ser realizada em condições de laboratório, para apurar alterações típicas nas posições dos acionistas, que decorrem ao longo do desenvolvimento de uma oferta.

Neste sentido, são descuradas no ensaio que se desenvolverá em seguida: quaisquer variáveis do preço que resultem de fatores exógenos à sociedade, mesmo com potenciais impactos nas cotações (como uma eventual crise dos mercados internacionais, a época do ano, tendências e sazonalidades de negócios, entre outras), e também características endógenas resultantes da concreta atividade desenvolvida pela sociedade, volume de negócio, tamanho da sociedade, oportunidades de negócio, entre outras. Pretende-se apenas ter em atenção o impacto na posição dos acionistas que deriva do lançamento de uma oferta, bem como as vicissitudes sofridas em função do desenrolar da oferta, que se vão sucedendo.

Do que até agora se expôs, já se compreende que o objeto do ensaio que se segue é o das posições de acionista que circulam em mercado, tipicamente em mercado regulamentado, do ponto de vista teórico. A análise aprecia, desse prisma, os componentes da contrapartida com vista a logicamente se apreciar a sua divisão do *acquisition premium* e do *control premium* pelos acionistas. Por essa razão, jamais poderá ser comparável a uma análise económica do prémio pago ou partilhado<sup>667</sup> que não se encontra no objeto do presente estudo.

---

<sup>667</sup> Uma análise económica do prémio pago nas aquisições de controlo foi realizada por Aswath Damodaran, *The value of control... cit.*, disponível em [www.pages.stern.nyu.edu](http://www.pages.stern.nyu.edu), que constitui um estudo muito onde os componentes do valor de uma sociedade são avaliados com grande pormenor, e por NUNO ANDRÉ DA COSTA RIBEIRO, *O efeito-controle no prémio pago em tomadas de posições accionistas*, texto policopiado, Tese de Mestrado em Ciências Empresariais, Finanças, FEUP, 2006, p. 13, disponível em [www.repositorio-aberto.up.pt](http://www.repositorio-aberto.up.pt), este último, com base numa amostra recolhida consistiu em 162 aquisições de blocos de ações referentes a empresas cotadas nas bolsas AMEX, NASDAQ e NYSE, entre Janeiro de 2002 e Agosto de 2006. Numa perspectiva económica, explica a sua metodologia da seguinte forma «[n]as transações que envolvem a transferência de controlo, é necessário ter em conta não só a dimensão da fracção adquirida, mas também a percentagem de ações da empresa alvo detida pelo adquirente previamente à compra, ou seja, o seu *toehold*, de uma forma que permita analisar a possibilidade de os dois blocos de ações conferirem conjuntamente o controlo do alvo. Tendo como variável dependente o prémio pago na tomada de posições accionistas, foi desenvolvida

XXIII. Na análise do preço das ações, na perspectiva da contrapartida a ser paga pelo oferente, parecem observar-se as seguintes componentes<sup>668</sup>:

$$x = a + b + c + d$$

Onde «*x*» representa o valor da contrapartida; «*a*» representa o valor dos *economic rights* inerentes às ações a adquirir; «*b*» representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; «*c*» representa o valor do *acquisition premium*; e «*d*» representa o *control premium*

O primeiro componente, que designámos por «*a*», traduz-se nos *economic rights*, inerentes às ações, e correspondem aos direitos que o acionista adquire por meio da titularidade das ações, tem direito. Este montante é um montante meramente contabilístico, sendo muitas vezes destacado que corresponde ao valor que irá corresponder ao acionista em caso de dissolução e liquidação da sociedade. Portanto, o valor dos direitos económicos corresponde ao valor dos ativos da sociedade (*assets value*), que seriam distribuídos proporcionalmente pelo acionista em função da proporção das suas ações relativamente ao capital social. Contudo, como sabemos, no presente cenário, a sociedade não se encontra em verdadeira situação de liquidação e por isso, o valor dos ativos da sociedade não poderá ser analisada como um todo, sendo sujeito a outros fatores. Dependendo da situação concreta da sociedade, poderá o valor económico da participação social do acionista estar dependente, desde logo, da suscetibilidade dessa participação ser vendida em mercado (*marketability*) — como de resto acontece nas sociedades em estudo — e da liquidez da ação em questão no

---

um modelo quadrático na variável “percentagem adquirida + *toehold*”, hipoteticamente considerado para avaliar a existência de um prémio máximo, atingida que fosse uma dimensão crítica de controlo». Para uma análise comparativa (do ponto de vista da eficiência) entre a *equal opportunity rule* e a *market rule* (típica dos ordenamentos jurídicos onde não se prevê a OPA obrigatória, vide LUCIAN ARYE BEBCHUK, «Efficient and inefficient sales of control», in *109 Quart. J. Econ.*, 2004 pp. 957 e ss., [www.law.harvard.edu](http://www.law.harvard.edu)).

<sup>668</sup> PAUL HANOUNA, ATULYA SARIN e ALAN C. SHAPIRO, *Value of Corporate Control...* cit., caracterizam a detenção de ações de uma empresa como sendo composta por três elementos de valor: *asset value* (valor dos ativos), enquanto direito a uma percentagem proporcional da riqueza líquida da empresa, *income value* (valor dos resultados), enquanto direito a uma percentagem proporcional das distribuições (de lucros) operadas pela empresa; e *control value* (valor do controlo), enquanto direito a uma participação proporcional na gestão da empresa. Esta tripartição sugere que a participação na gestão da empresa tem um valor intrínseco autónomo dos restantes, o qual não é diretamente patrimonial, mas que parece ter um importante significado económico.

mercado (*liquidity*)<sup>669</sup>. Chamamos a atenção para que a liquidez das posições minoritárias e das posições maioritárias não deverá ser apreciada da mesma forma porque circulam em mercados diferentes<sup>670</sup>. A verdade é que vender uma participação de 2% numa sociedade é muito mais fácil do que uma de 51%, porque tem mais liquidez. A venda de uma participação do controlo pode tornar-se muito mais difícil do que a venda de uma participação simples porque, não obstante as duas serem dotadas de semelhantes características de *markeability*, a primeira terá menos liquidez do que a segunda. Neste sentido, o mecanismo da OPA acaba por ser um pouco *distorcivo*, colocando todos os valores mobiliários visados na mesma situação de liquidez.

O valor económico dos ativos depende também de fatores conjunturais, nomeadamente, de eventuais dividendos que estejam para ser distribuídos. Uma ação que incorpore um dividendo prestes a ser distribuído tem, naturalmente, um valor económico superior àquele que essa mesma ação terá após distribuição do mesmo. Ademais, entre os fatores conjunturais, muitos outros poderão ser considerados, atendendo a que estes terão uma influência direta no valor da ação, mas sempre quando avaliada de uma perspetiva económica.

O segundo componente, que designámos por «b», traduz-se no valor dos *political rights*, *i.e.*, os direitos políticos inerentes às ações. Já tem sido desenvolvido um longo estudo na doutrina acerca destes direitos, tendo já sido inclusivamente abordados no presente estudo, pelo que se julga não ser necessário grandes considerações nesta sede. Entre outros, os direitos políticos inerentes às ações incluem o direito de participar na assembleia geral da sociedade, votar, fazer propostas à assembleia, direitos de informação, entre outros. Este valor poderá ser comprimido, alterando-se em função da dispersão do capital e *suscetibilidade* de condicionar os destinos da sociedade e a *eficácia* para, *de facto*, conformar os órgãos de gestão.

Recordando a distinção acima realizada, distinguimos o prémio em duas componentes, que designámos de «c» e «d». O *acquisition premium* — representado por «c» — reflete, desde logo, o valor do controlo e dos benefícios do controlo, correspondendo às seguintes três realidades:

---

<sup>669</sup> Fazendo esta distinção, SHANNON P. PRATT, «Overview of Business Valuation ... cit., p. 7.

<sup>670</sup> JAY E. FISHMAN (Chair Appraisal Practices Board), Discussion Draft – *The Measurement and Application of Market Participant, Acquisition Premiums*, 2013, p. 12, disponível em [www.appraisers.org](http://www.appraisers.org).

- (i) valor da o controlo e da estabilidade do controlo, medido pela suscetibilidade e probabilidade de os *outsiders* ainda poderem vir a *adquirir* o controlo ao controlador, não ficando a transmissão do controlo exclusivamente dependente de ato próprio;
- (ii) valor que o adquirente acredita poder vir a melhorar na sociedade — *i.e.* o quanto a sociedade «vale» em potência — e que, por essa razão, está disponível para pagar pela aquisição do controlo dessa sociedade;
- (iii) O valor dos *idiosyncrats* BPC ou seja, o valor *concreto e pessoal* que o acionista se dispôs a pagar pela aquisição daquela *concreta* ação, em virtude de vantagens para o acionista controlador, esse não se refletem para todo o mercado nem para os restantes acionista e por estes não poderão ser compreendidas, exceto pelo um valor económico traduzido no que por elas foi pago: ou seja, estas embora não necessariamente económicas, economicamente se evidenciam.

Já o *control premium* — representado por «*d*» — reflete os BPC, ou seja, aqueles benefícios que o acionista pode extrair através dos poderes que lhe são conferidos na aquisição do controlo, mas que já caem fora da esfera de benefícios que lhe caberiam, em obediência ao princípio da igualdade entre os acionista. No entanto, aqui encontram-se representados os *distortionary* e *diversionary* BPC. Assim, o prémio pode ainda dizer respeito ao prémio de controlo *strictu sensu* (*control premium*), que refletirá o valor que o acionista controlador estima que conseguirá extrair da sociedade a título de BPC, pelo desenvolvimento da atividade da sociedade. Já se compreende que estes benefícios também integram as vantagens que o acionista consegue retirar pelo exercício do controlo. Já o prémio de controlo *stricto sensu*, por seu turno, só se justifica nas transações que envolvem vendas de controlo, na medida em que este reflete BPC que o novo controlador tem expectativa de vir a retirar da detenção daquela participação social. Por essa razão, resta-nos concluir que o prémio de controlo nem sempre é necessário<sup>671</sup>, apesar da verificação típica do prémio de aquisição. Contudo, mesmo a verificação do prémio de aquisição não é absoluta, porquanto as participações poderão ser adquiridas com desconto, como já verificámos. Por essa razão,

---

<sup>671</sup> KEVIN KREITZMAN, *The Value of Control...* cit., p. 7. O autor dá como exemplos, os casos em que as empresas sem controlo (se o controlo sempre acrescentasse valor à sociedade, não existiriam empresas sem controlo) e os casos de *spin-off transactions*, que são aqueles em que as participações controladoras são vendidas pela empresa mãe por vários acionista minoritários, para que nenhum deles fique com o controlo. Como destaca, se houvesse sempre um prémio de controlo, tais transações constituiriam perda de valor e seriam economicamente ilógicas.

estamos em situação de concluir que o prémio de controlo se encontra intimamente ligado com os BPC, relação que tem vindo a ser intensamente estudada nos ordenamentos jurídicos internacionais e que apresenta uma enorme relevância económica e jurídica.

Estamos pois em condições de arriscar a nossa proposta de distribuição do prémio de controlo, por forma a verificar da bondade dos critérios estabelecidos no artigo 188.º do CVM e da Diretiva 2004/25/CE, o que faremos de seguida.

#### ***4.2.2. Análise teórica em condições de mercado estabilizadas***

XXIV. Após termos recuperado as componentes da contrapartida, iremos determinar quais os momentos-chave no que diz respeito a alterações<sup>672</sup> relevantes da posição dos acionistas e os períodos que os medeiam, para, por fim, fazermos uma análise dessas alterações e verificarmos os concretos reflexos na contrapartida, de modo a que esta seja equitativa, em obediência ao critério do artigo 188.º, n.º 2 do CVM. Para efeitos de determinar qual a contrapartida justa, teremos de apreciar a posição dos acionistas da sociedade visada durante os vários períodos, quer anteriores, quer contemporâneos, quer ainda, posteriores à OPA.

Neste âmbito, são de destacar três períodos, que decorrem entre quatro momentos muito concretos:

1. ***Período inicial:*** o período que medeia entre o momento anterior à aquisição do controlo (*momento inicial*) até ao momento da aquisição do controlo (*trigger*);
2. ***Período pré-lançamento da OPA:*** período que medeia entre o *trigger* e o lançamento da OPA<sup>673</sup>;

---

<sup>672</sup> Estas podem ser diretas, ou indiretas, consoante resultem de uma alteração derivada de um ato próprio (ex. aquisição ou venda de participações) ou de um ato de um terceiro (acionista) (ex. aquisição ou venda de controlo).

<sup>673</sup> Em princípio, o preço da cotação dos valores mobiliários durante o momento imediatamente anterior à OPA e no momento da oferta será necessariamente superior ao preço anterior pago na aquisição do controlo, porque o comprador cria um aumento da procura que combinado com a oferta constante resultará num aumento do preço da ação, antes de o preço da cotação voltar a estabilizar, vindo a refletir a «*marketable minority value*» TOMAS L. HAZEN, «Transfers of Corporate Control and Duties of Controlling Shareholders — Common Law, Tender Offers, Investment Companies — And a Proposal for Reform», in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 125, n.º 5 1977, pp. 1023-1067. Contudo, no regime nacional, o artigo 187.º do CVM não nos dá instruções do momento em que deve ser publicado anúncio preliminar no âmbito da OPA obrigatória, encontrando-se previsto no artigo 191.º que este deverá ocorrer «imediatamente». Sobre o assunto HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa*

3. ***Período pós-lançamento da OPA***: período que medeia entre o *lançamento da OPA*, sendo indiferente, para já, distinguir entre o período anterior à divulgação dos resultados da oferta e o posterior.

XXV. A verdade é que como veremos, nem todas as participações veem incorporado no seu preço de mercado (quase) todos os componentes acima referidos. Assim, os acionistas, quando vão adquirir ações no mercado, tomam por base o valor de referência — correspondente a essas cotações. As participações sociais que tipicamente circulam em mercado, *i.e.*, aquelas que correspondem às dos acionistas pequenos aforradores, investidores, e que modelam as cotações, são, também elas, compostas pelas componentes «a» e «b» e, na grande maioria dos casos, «c» (embora desvalorizada, porque o controlo se encontra repartido pelos restantes acionistas ou concentrado no controlador). Quando as ações que circulam integram a componente «c» (de forma valorizada) e, ainda, a componente «d», estamos a tratar de participações de controlo, que circulam, como já foi referido, no mercado de controlo.

As posições acionistas representadas englobam os componentes correspondentes aos direitos que integram as participações dos acionistas de uma determinada categoria. Para este efeito, deveremos ter sempre em atenção que os acionistas representados serão titulares de ações de uma categoria (e que não existe mais nenhuma categoria de ações da sociedade), e por essa razão, as posições dos diversos acionistas em nada serão diferentes que não pela percentagem de ações que eles detêm na sociedade. Serão ainda desconsideradas quaisquer

---

*obrigatória e imputação dos direitos de voto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, pp. 321 e ss. (em especial p. 323) nota que a menção a «imediatamente» (que consiste num conceito indeterminado) provem da substituição operada pelo Decreto-Lei n.º 219/2006 do anterior prazo de 30 dias outrora previsto no artigo 191.º do CVM. No entanto, como nota o autor, é necessário dar tempo ao sujeito passivo para tomar conhecimento de que adquiriu o controlo e verificar se pretende solicitar suspensão ou derrogação ou, ainda, provar a inexigibilidade de lançamento. Para Hugo Moredo Santos, perante a existência de dois deveres que advêm do mesmo facto (o de comunicar uma participação qualificada e o de lançar uma OPA universal), uma solução «compromissória» poderia passar por fazer coincidir o prazo de comunicar a participação qualificada (prazo de 4 dias de negociação) com o do dever de lançamento, perante o silêncio do legislador. Contudo, esta solução compromissória poderá não ter total adesão pelo regulador. Salvo casos excecionais, a maioria dos anúncios preliminares são publicados no dia em que tem lugar o facto constitutivo da obrigação de lançamento da OPA, pelo que, na ausência de indicação expressa da CMVM até à data, tenderíamos a afirmar que a expressão «imediatamente» se reporta ao momento da ultrapassagem dos direitos de voto. Como destaca PAULO CÂMARA, *Direito dos Valores Mobiliários...* cit., p. 577, «a interpretação do tráfego tem convergido no sentido de que em poucas horas o anúncio deve ser divulgado». Deste modo, parece ficar prejudicada a análise do «Período pré-lançamento da OPA» acima estabelecido, sem prejuízo da referência constante que lhe será realizada ao longo do texto. Tal deve-se ao facto de o obrigado poder vir a requerer a suspensão ou derrogação ou, ainda, a apresentar prova da inexigibilidade de lançamento, pelo que a oferta poderá ser preliminarmente anunciada num momento imediatamente posterior, após indeferimento pela CMVM da pretensão do obrigado.



formas de *CEMs*, porquanto se quer colocar os acionistas em condições semelhantes e testar o princípio da igualdade no âmbito da contrapartida. Assim, exemplificando o valor total dos direitos políticos (incluindo dos direitos de voto), encontra-se distribuído por todos os acionistas em («*b*»). Por essa razão o valor de «*b*» que integra a posição dos acionistas não corresponde ao valor total dos direitos políticos, mas apenas àquele que ao concreto acionista é atribuído, em função da distribuição do capital.

É então necessário compreender quando é que o prémio de controlo *strico sensu* e o prémio de aquisição pertencem ao acionista adquirente do controlo, ao acionista alienante do controlo ou quando é necessário dividi-lo ou partilhá-lo com os restantes acionistas. Após explicação das variáveis que utilizaremos no nosso ensaio, encontramos-nos agora em condições de verificar as alterações que sofrem as posições acionistas em cada um dos referidos períodos.

(i) *Ultrapassagem do limiar de um terço dos direitos de voto numa sociedade de estrutura diversificada*

A primeira situação sob análise é aquela em que o acionista ultrapassa 1/3 dos direitos de voto da sociedade numa situação em que não existia controlo prévio. No *período inicial*, nenhum dos acionistas se encontra no controlo. A sociedade encontra-se estruturada de modo diversificado e todos os acionistas veem as suas participações englobando a totalidade dos direitos económicos e os direitos políticos inerentes às suas ações. O valor das ações engloba os seguintes componentes:

$$v_{(a)} = a + b + c^-$$

Onde « $v_{(a)}$ » representa o valor da ação dos acionistas; «*a*» representa o valor dos *economic rights*; «*b*» representa o valor dos *political rights*; e « $c^-$ » representa o valor do *acquisition premium*<sup>674</sup>.

---

<sup>674</sup> O *acquisition premium* integra o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas.

Esta situação mantém-se até ao momento do *trigger*, em que o acionista *a1*<sup>675</sup> ultrapassa um terço dos direitos de voto (sem no entanto ultrapassar a metade dos direitos de voto), nos termos do artigo 187.º, n.º 1 do CVM. O acionista *a1* terá consciência de que ao adquirir participações sociais irá adquirir o controlo sobre a sociedade, e, por essa razão, estar disponível a pagar um pouco mais, a título de prémio de aquisição — componente «*c*<sup>-</sup>» fica valorizado em «*c*»<sup>676</sup> —, desde logo, se o acionista *a2* vendedor teve conhecimento de que estava a vender uma participação que iria conferir *a1* o controlo da sociedade, exigindo um prémio<sup>677</sup>. Para adquirir o controlo, o acionista *a1* pagou a um dos restantes acionistas — os acionistas livres, que denominaremos de acionistas *a2* um valor correspondente a:

$$p_{(a1)} = a + b + c^{-}$$

Ou, caso tenha existido exigência de *prémio de aquisição* pelo acionista *outsider*

$$p_{(a1)} = a + b + c$$

Onde «*p*<sub>(*a1*)</sub>» representa o preço pago pelo acionista *a1* na aquisição do controlo; «*a*» representa o valor dos *economic rights* inerentes às ações a adquirir; e «*b*» representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; e «*c*<sup>-</sup>» representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas (quando não existe um controlador); e «*c*» representa o valor do *acquisition premium* que o oferente se dispõe a pagar para obter a posição de controlador com participação superior a um terço mas inferior a metade dos direitos de voto;

Na esfera jurídica do acionista *a1*, que ultrapassa os limiares dos direitos de voto nos termos do artigo 187.º do CVM, constitui-se a obrigação de lançar uma OPA geral e universal. Iniciado o *período pré-lançamento da OPA*, o acionista *a1* terá que provar a

---

<sup>675</sup> Na realidade, a aquisição pode ter sido realizada por terceiro (não acionista) ou por acionista da sociedade, caso em que se verifica uma alteração quantitativa e qualitativa da posição desse participante, por passar a ser o acionista principal, como, em princípio, o maioritário. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, Opa obrigatória e imputação dos direitos de voto*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, p. 328.

<sup>676</sup> Esta circunstância depende da informação que circula no mercado que permita ao acionista alienante, na negociação (realizada, tipicamente, através de uma mera ordem de venda), exigir um preço superior à da cotação do mercado — embora em mercado regulamentado, esta hipótese seja muito difícil. Será mais suscetível de acontecer a situação descrita naqueles casos em que as transações são feitas por negociação particular.

<sup>677</sup> O que poderá não acontecer, em virtude da indiferença pessoal do mercado, principalmente nos casos em que o *ramassage* seja realizado com períodos de tempo longos entre as aquisições de ações, o que motiva que o mercado não responda com a mesma atenção à aquisição de participações qualificadas por aquele concreto acionista.

inexigibilidade de lançamento, nos termos do disposto no n.º 2 do artigo 187.º do CVM, se pretender furtar-se a lançar a OPA, demonstrando a inexigibilidade do lançamento. Caso contrário, será obrigado a lançá-la. A ultrapassagem pelo acionista *a1* do limiar de 1/3 dos direitos de voto na sociedade motiva uma alteração na sua posição (e a correspondente valorização), porquanto ele passa a poder designar os administradores e a exercer todas as demais prerrogativas inerentes ao controlo — ao que acima designámos os benefícios do controlo.

A partir do momento em que passa o limiar de 1/3 dos direitos de voto e não consegue usar do mecanismo da inexigibilidade de lançamento da OPA, por dispor do controlo, a sua participação social tem um *plus*, face à dos restantes acionistas:

$$v_{(a1)} = a + b + c + d$$

$$v_{(a2)} = a + b + c^{--}$$

Onde « $v_{(a1)}$ » representa o valor da ação do acionista controlador (*accionista a1*); « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $a$ » representa o valor dos *economic rights* inerentes às ações a adquirir; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^{--}$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas *outsiders* (quando existe um controlador)<sup>678</sup>; « $c$ » representa o valor do *acquisition premium* do controlador com participação superior a 1/3; e « $d$ » representa o valor correspondente ao poder de extração dos BPC (*control premium stricto sensu*).

Os acionistas *a2* mantêm os seus direitos económicos e políticos. Apesar de se manter potencialmente a hipótese de qualquer um dos acionistas *a2* vir a adquirir o controlo — o que se reflete na desvalorização do valor « $c^{--}$ », que passa a corresponder a um valor económico do potencial exercício dos direitos políticos e do controlo (passará a valer « $c^{--}$ ») —, eles têm a sua participação social desvalorizada.

O acionista *a1* por ter ultrapassado o limiar prescrito no n.º 1 do artigo 187.º do CVM e deter o controlo é obrigado a lançar a oferta. Neste sentido, é preciso calcular a contrapartida a propor, atendendo aos critérios estabelecidos pelo artigo 188.º do CVM. A contrapartida

---

<sup>678</sup> Daqui se conclui que o valor de « $c$ » fica desvalorizado por o controlo ter sido adquirido.

paga pelo oferente (o acionista  $a1$ ) tem de ser equitativa e justificada, nos termos do n.º 2, e encontra-se desde logo limitada pelos critérios do n.º 1 do artigo 188.º do CVM. O valor a pagar pela contrapartida terá de ser, pelo menos, igual ao valor de  $a + b + c$  no caso de ele ter pago prémio de aquisição acrescido ou de  $a + b + c^-$ , no caso de ele só ter pago o valor das acções, sem prémio acrescido. Só assim não será quando o acionista  $a1$ , ou alguma das pessoas que com ele se encontre nas relações do artigo 20.º do CVM tenha adquirido ações da sociedade visada a preço superior a  $p_{(a1)}$  ou se este for inferior ao preço médio ponderado<sup>679</sup> desses valores mobiliários durante o mesmo período, apurado em mercado regulamentado. Não se verificando nenhuma das situações mencionadas, é do interesse do acionista  $a1$  pagar o valor mais baixo possível pela contrapartida, e do interesse dos acionistas  $a2$  que ele pague o valor mais alto<sup>680</sup>.

Assim, a contrapartida a pagar pelo acionista  $a1$  na OPA obrigatória, será, em princípio, correspondente ao valor  $p_{(a1)}$ , ou seja, a do preço que  $a1$  pagou ao acionista alienante.

$$x_{(a1)} = p_{(a1)} = a + b + c^-$$

Ou, caso tenha sido exigido um *prémio de aquisição* pelo acionista *outsider*:

$$x_{(a1)} = p_{(a1)} = a + b + c$$

Neste último caso,

$$x_{(a1)} = p_{(a1)} > v_{(a2)} = a + b + c^-$$

Onde « $x_{(a1)}$ » representa o valor da contrapartida a pagar pelo acionista  $a1$ ; « $p_{(a1)}$ » representa o valor pago pelo acionista  $a1$  na aquisição do controlo; « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $a$ » representa o valor dos *economic rights* inerentes às

---

<sup>679</sup> Note-se que o critério do preço médio ponderado das ações nos últimos seis meses, não impede que o oferente proponha venha a impor uma contrapartida inferior à cotação dos dias anteriores ou do próprio dia da oferta. Na realidade até é possível que a cotação das ações da sociedade visada venha a descer e acabe por ficar em valor mais baixo do que o da contrapartida. Destacando este aspecto, FERNANDO ZUNZUNEGUI, *Derecho del Mercado Financiero*, 3.ª edição, Madrid, Marcial Pons, 2005, p. 294.

<sup>680</sup> MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, «Going dark... cit., p. 612 [589-616], destacando que «[s]ituamo-nos num domínio de tensão, em que o melhor preço para o adquirente não será, quase inevitavelmente, o preço mais justo para a maioria».

ações a adquirir; «*b*» representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; «*c*<sup>−−</sup>» representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas *outsiders* (quando existe um controlador); «*c*<sup>−</sup>» representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas (não existe um controlador); «*c*» representa o valor do *acquisition premium* «*c*<sup>−</sup>», acrescido do prémio cobrado pelo acionista alienante da participação que conferiu o controlo a *a1*.

A não existência de controlo prévio na sociedade visada, o que significará que nenhum sócio controlador extraía ou tinha oportunidade de extrair BPC motiva a inexistência da necessidade de distribuir prémio de controlo *stricto sensu*. Nota Juliano Ferreira<sup>681</sup>, que a relação jurídico-societária «consubstancia numa circunscrição de interesses muitas vezes conflitantes e que muito dificilmente coexistem em face do desequilíbrio induzido pelo surgimento de uma posição de controlo». No seu entender é «função da Lei proceder à tentativa não de reposição do *status quo* mas de acomodação dos vários interesses — de acordo com a ponderação ético-jurídica da dignidade daqueles que devem prevalecer —, quer ela passe ou não pela manutenção da relação de controlo-sujeição». Pergunta-se de novo qual a razão de os critérios do n.º 1 do artigo 188.º apontarem no sentido optar entre a *highest price rule* ou o preço médio da cotação apurado em mercado regulamentado nos últimos seis meses. Se o objetivo da lei fosse o de distribuir o prémio de controlo, não teria pois criado o mecanismo alternativo da alínea *b*) daquele preceito. Parece que a lei pretende que ao acionista seja atribuída uma contrapartida justa e equitativa, estabelecendo critérios *indiciadores* desta equidade (no n.º 1 do artigo 188.º, constituindo critérios objetivos passados), por forma a garantir que ele não só tem o direito de sair da sociedade aberta, como sai com o resultado justo do seu investimento, não podendo ser prejudicado por más decisões que os seus pares tomaram quando cederam o controlo ao acionista *a1* — caso em que se aplicará a alínea *b*) do preceito.

Existindo desvalorização da participação dos acionistas livres, motivada pela aquisição do controlo, os critérios do n.º 1 determinam a necessidade de pagar o valor correspondente ao prémio de aquisição até ao valor que a sua participação teria se não existisse esse controlo. Ou seja, o montante devido a título de prémio de aquisição, deverá ser acertado pela diferença

---

<sup>681</sup> JULIANO FERREIRA, «Exceções ao Dever de Lançamento... cit., p. 193 [189-224].

entre «c» e «c<sup>-</sup>», montante que desvalorizou a posição dos acionistas *a2* pela aquisição do controlo de *a1*. Qualquer prémio pago em sede de OPA nestes casos, teria de corresponder a este acerto sem contudo retirar ao acionista que recentemente assumiu a posição controlador valores que ele espera vir a retirar da empresa no futuro no exercício lícito dos seus poderes de controlo, justamente porque são benefícios futuros. Ao possibilitar aos *outsiders* a saída por um valor equitativo, o acionista controlador permite-lhes serem compensados pelo seu investimento no valor justo. Caso pretendam manter-se sócios da sociedade, qualquer desvalorização que venha a sofrer a sua participação social (pelo menos, em abstrato<sup>682</sup>) é reflexo da decisão de investimento tomada pelo acionista *outsider* (de não aceitação da proposta do acionista controlador).

Repare-se que a contrapartida oferecida pelo acionista será em qualquer caso, aparentemente lícita, porque respeita os critérios estabelecidos no n.º 1 do artigo 188.º do CVM. No entanto, nos casos em que tenha sido pago um prémio de aquisição acrescido ao acionista anterior — correspondente ao valor da diferença entre «c» e «c<sup>-</sup>» —, ela poderá não ser equitativa. Se o acionista *a1* tiver pago prémio de aquisição, ele irá oferecer uma contrapartida superior àquela que corresponderia ao valor dos acionistas *a2* (*outsiders*) no momento em que saem, mesmo que o controlador *a1* não tivesse adquirido controlo, o que não se revela uma contrapartida economicamente justificada ou equitativa. Contrariamente ao que tem sido a experiência nacional (e internacional), ao realizar o seu juízo de mérito sobre a contrapartida, a CMVM (sem prejuízo das circunstâncias excecionais indicadas), deveria considerar desde logo ser necessário proceder à nomeação de um auditor independente, no caso em que existiu o pagamento de um prémio de aquisição, porque aquela contrapartida se revela *excessiva*.

---

<sup>682</sup> A perda de uma das componentes pode não se refletir necessariamente numa perda do valor da participação a médio prazo. Repare-se que o novo controlador pode trazer uma nova administração, mais eficiente, que valorize a sociedade e conduza à distribuição de mais lucros. Por outro lado, pode o novo controlador aliar-se a alguns acionistas minoritários, por os considerar estratégicos, passando estes a ter um maior poder negocial na tomada de decisões da sociedade.

(ii) *Ultrapassagem do limiar de um terço dos direitos de voto numa sociedade de estrutura concentrada*

A situação que iremos analisar neste momento é caracterizada por duas particularidades. Por um lado, a sociedade visada é controlada por um acionista (*a1*) cuja participação social já ultrapassa o limiar do 1/3 dos direitos de voto da sociedade, mas que não é superior a 1/2 dos direitos de voto da sociedade participada. Por outro lado, existe um acionista (*a3*) que irá adquirir o controlo ao acionista *a1*, mediante a ultrapassagem de 1/3 dos direitos de voto da sociedade, ficando com a posição inicial do acionista *a1*.

No *período inicial*, o acionista *a1* encontra-se no controlo, com uma participação social que ultrapassa o limiar do 1/3 (mas não 1/2) dos direitos de voto da sociedade. Pode, inclusivamente ter adquirido o controlo e ter sido obrigado a lançar uma OPA obrigatória subsequente, tendo já pago o valor equitativo devido aos restantes acionistas. Os acionistas *a2* encontram a sua posição desvalorizada em virtude da existência de um controlador. Contudo, esta desvalorização é o reflexo da decisão de investimento tomada pelo acionista *outsider* (decisão de não aceitação da proposta do acionista controlador) na OPA obrigatória lançada por *a1* para legitimar o seu controlo. Todos os acionistas mantêm os direitos económicos e os direitos políticos inerentes às suas ações. O valor das ações de cada um dos acionistas engloba os seguintes componentes:

$$v_{(a1)} = a^- + b + c + d$$

$$v_{(a2)} = a^- + b + c^{--}$$

Onde « $v_{(a1)}$ » representa o valor da ação do acionista controlador (*accionista a1*); « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^{--}$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas *outsiders* (quando existe um controlador); « $c$ » representa o valor do *acquisition premium* do controlador com participação superior a 1/3 (e inferior a 1/2); e « $d$ » representa o valor dos BPC (*control premium stricto sensu*).

Neste caso, por deter o controlo, o acionista *a1* goza dos benefícios do controlo — cujo valor correspondente a «*c*». E por ser o controlador, ele irá extrair, mais ou menos BPC, conforme os mecanismos de controlo que a sociedade em questão (e a lei) lhe permita, bem como o ativismo e supervisão pelos acionistas *a2*. Os acionistas *a2* veem a sua participação social sofrer uma desvalorização inerente à extração dos BPC pelo acionista *a1*, porque esta tem como consequência uma desvalorização dos seus direitos patrimoniais (que diminuem de «*a*» para «*a*<sup>-</sup>»). Também o controlador vê os seus direitos patrimoniais diminuídos, porém, ele irá conseguir extrair o valor económico dessa desvalorização a título de BPC, que engloba o montante da desvalorização dos restantes acionistas minoritários. Neste caso, então, o valor de «*d*» corresponde à soma da diferença entre «*a*» e «*a*<sup>-</sup>», relativamente a todos os acionistas.

Tem-se dito que o sócio controlador, através de um investimento limitado, consegue utilizar exercer o controlo sobre toda a sociedade<sup>683</sup>. É que «o controlo de uma participação social de 51% não é equivalente ao que deriva de uma participação social de 100%»<sup>684</sup>. Neste momento, já estamos em condições de compreender o porquê desta afirmação: afinal, além dos direitos de veto que possam surgir em virtude de limitações estatutárias ou legais ao princípio da maioria<sup>685</sup> na tomada de deliberações sociais, à existência de administradores independentes, e sempre os sócios (quaisquer sócios) poderão recorrer aos mecanismos de limitação dos BPC e de controlo da atividade do sócio e do conselho de administração durante o desempenho da atividade da sociedade. Por exemplo, através do artigo 58, n.º 1, *b*), bem como pelo artigo 83.º, n.º 4<sup>686</sup>. Os acionistas *outsiders* continuam a poder votar, a participar na assembleia geral (incluindo, para tentar propor ideias ao controlador), fazer propostas de deliberação, entre outros. O que acontece é que esses direitos políticos já não lhe permitem participar no controlo da sociedade. Neste sentido, e por ainda se manterem na esfera jurídica dos *outsiders* o valor dos direitos políticos mantém-se, não obstante o seu efeito «útil» ficar reduzido, o que se reflete numa menor participação na gestão da sociedade — valor representado por «*c*<sup>- -</sup>». Por esta razão, o valor «*c*» dos acionistas, que integra a sua

---

<sup>683</sup> MANUELA TOLA, «OPA e tutela delle minoranze», in *Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza*, série 1, vol. 77, Nápoles, Jovene Editore, 2008, p. 109.

<sup>684</sup> CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «Os casos de Obrigatoriedade... cit., p. 14 [7-77], fazendo referência a um pensamento de MERTENS.

<sup>685</sup> MANUELA TOLA, «OPA e tutela delle minoranze», in *Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza*, série 1, vol. 77, Nápoles, Jovene Editore, 2008, p. 108.

<sup>686</sup> CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, «Os casos de Obrigatoriedade ... cit., p. 15 [7-77], destaca ainda que o sócio terá sempre de respeitar os interesses da sociedade dependente, exceto no caso de existir uma relação de domínio total ou em contrato de subordinação. Pretendendo esquivar-nos a entrar na já longa discussão da existência de interesse próprio da sociedade, limitamo-nos a referir que, pelo menos, exceto nesses casos, o sócio terá sempre de atuar no interesse também de outros sócios, pelo que as limitações enunciadas são pois totalmente aplicáveis.



participação no controlo da sociedade encontra-se desvalorizado. No entanto, ele ainda integra os componentes da ação dos *outsiders* por se manter potencialmente a hipótese de qualquer um dos acionistas *a2* vir a adquirir o controlo<sup>687</sup>.

XXVI. Os BPC são extraídos pelo controlador, que consome o seu valor, não ficando a acumular na sua participação social. Se um acionista controlador celebrou um contrato com a sociedade visada, a vantagem que retirou foi na celebração desse contrato e é ele que dela beneficia — a qual não fica acumulada na sua participação social como quaisquer direitos económicos<sup>688</sup>. No momento em que perde o controlo, o benefício (que foi retirado no passado), já não é atribuível à sua participação social. Repare-se que o recurso a «*d*» que se tem feito na integração da contrapartida corresponde à mera expectativa os valores dos BPC que o controlador transmitente do controlo tem expectativa de extrair (com base na sua conduta passada). Também os benefícios patrimoniais que os *outsiders* deixaram de auferir não se refletem numa desvalorização (em abstrato) da sociedade, porque a hipótese de auferir dessas vantagens também ficou delimitada no tempo. O que se faz refletir uma desvalorização nas ações dos *outsiders* na venda em função da futura extração dos BPC no valor de «*a*» (antes o representando por «*a*<sup>-</sup>»), que é pois a desvalorização (realizada em prognose) com base nas estimativas do anterior controlador ou nas expectativas do novo controlador na extração futura de BPC. Neste sentido, se poderá concordar com Igor Filatotchev e Tomasz Mickiewicz<sup>689</sup>, quando afirmam que quanto maior a participação (*ownership*) detida pelo acionista controlador, menor a participação dos acionistas *outsiders*, o que terá como consequências a menor suscetibilidade de extração de BPC e maiores os custos societários inerentes aquela participação.

Esta situação mantém-se até ao momento do *trigger*, em que o acionista *a3* ultrapassa um terço dos direitos de voto, nos termos do artigo 187.º, n.º 1 do CVM. O controlo do acionista *a3* pode ter sido obtido de duas formas.

---

<sup>687</sup> Esta situação reflete-se na desvalorização do valor «*c*<sup>-</sup>» — que integrava a participação dos acionistas no período inicial do exemplo apresentado em 4.2. (i) *supra*, que aqui passa a corresponder a um valor económico do potencial exercício dos direitos políticos e do controlo (passará a valer «*c*<sup>-</sup>»), sem no entanto desaparecer completamente.

<sup>688</sup> Esta afirmação poderá nem sempre corresponder à verdade. Pense-se nos contratos de execução periódica. Nestes casos, o controlador irá beneficiar periodicamente dessas vantagens, que são imediatamente extraídas no momento do vencimento da obrigação.

<sup>689</sup> IGOR FILATOTCHEV e TOMASZ MICKIEWICZ, *Ownership Concentration...* cit., p. 8.

a) *Aquisição do controlo ao prévio controlador*

O acionista  $a3$  pode adquirir o controlo ao acionista  $a1$ . Neste caso, a participação controladora de  $a1$  já se encontra legitimada, porquanto o acionista  $a1$  pagou, na OPA obrigatória que lançou após ter adquirido o controlo, o prémio de aquisição aos anteriores acionistas. Por esta razão, ele irá tentar recuperar o seu investimento, pedindo um valor correspondente a « $c$ ». Ele poderá ainda tentar extrair os *idiosyncratic* BPC, que será adicionado ao preço a título de *acquisition premium*, quando o controlo daquela concreta sociedade tenha para ele um valor pessoal, não pecuniário, mas que ele tentará traduzir num valor pecuniário, pedindo um valor « $c^+$ ». O acionista  $a3$ , por ter expectativa de criar sinergias com esta aquisição e por considerar que terá ganhos futuros decorrentes de uma gestão mais eficiente da sociedade sob o seu controlo, encontra-se disposto a pagar esse valor<sup>690</sup>. Neste caso, ele paga ao acionista  $a1$  o valor correspondente à sua participação social de controlo, à qual irá muito provavelmente acrescer um prémio de aquisição exigido por  $a1$ .

O acionista  $a1$ , extraíndo BPC, exigirá ainda o valor « $d$ », correspondente ao poder de retirar as vantagens patrimoniais especiais aos *outsiders*, fazendo uma estimativa. Tudo visto, a contrapartida irá integrar os seguintes componentes:

$$p_{(a3)} = v_{(a1)} = a^- + b + c + d$$

Ou, caso tenha existido exigência de *prémio de aquisição* pelo acionista *outsider*:

$$p_{(a3)} = v_{(a1)} = a^- + b + c^+ + d$$

Onde « $p_{(a3)}$ » representa o preço pago pelo acionista  $a3$  na aquisição do controlo ao acionista  $a1$ ; « $v_{(a1)}$ » representa o valor da ação do acionista  $a1$ ; « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic*

---

<sup>690</sup> Não se desconsidera, como nota ASWATH DAMODARAN, *The value of control: implications for the control premiums, minority discounts and voting share differentials*, p. 5, disponível em [www.pages.stern.nyu.edu](http://www.pages.stern.nyu.edu), que as metodologias de avaliação das sociedades têm sempre em consideração uma situação dinâmica da sociedade, incluindo benefícios futuros que sejam expectáveis, em virtude da avaliação do mercado. No entanto, o que se defende, é que a valorização que advém do impacto esperado pelos benefícios que *aquele concreto* acionista poderá trazer para a sociedade — na qual acabou de adquirir uma participação de controlo —, não devem ser distribuídos pelos restantes acionistas que vendam a sua participação na OPA, porque essa valorização tem o mesmo fundamento que o facto constitutivo do direito de saída dos *outsiders*: a aquisição do controlo por aquele acionista.

*rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; «*b*» representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; «*c*» representa o valor do *acquisition premium* do controlador com participação superior a 1/3; «*c*<sup>+</sup>» representa o valor dos *acquisition premium* do *a1*, que se encontra duplamente valorizado por deter o controlo e integrar os benefícios do controlo, bem como integrar um valor a título de *idiosyncratic value*; e «*d*» representa o valor dos BPC que o controlador tem expectativa de extrair dos *outsiders* (*control premium stricto sensu*).

Na esfera jurídica de *a3* constitui-se a obrigação de lançar uma OPA geral e universal. Iniciado o *período pré-lançamento da OPA*, o acionista *a3* ou prova a inexigibilidade de lançamento, nos termos do disposto no n.º 2 do artigo 187.º do CVM, ou então será obrigado a lançá-la. A aquisição do controlo pelo acionista *a3* motiva uma alteração posição dos restantes acionistas, porquanto passa a ser o acionista *a3* e não o *a1* quem tem o poder designar os administradores e a exercer todas as prerrogativas inerentes ao controlo, pelo que cumpre conferir-lhes o direito de *exit*, independentemente de se verificar se concretamente existe ou não essa desvalorização. A posição dos restantes acionistas não sofrerá um impacto imediato. A participação social do acionista *a3* é semelhante à posição que *a1* assumira previamente na estrutura da sociedade, que para este efeito, assumimos que transmitiu a totalidade da sua participação a *a3* e abandonou a sociedade. O valor da sua participação o seguinte, e que irá corresponder:

$$v_{(a3)} = a^- + b + c + d = p_{(a3)} \quad ^{691}$$

$$v_{(a2)} = a^- + b + c^-$$

Onde «*v*<sub>(*a2*)</sub>» representa o valor da ação dos acionistas *a2*; «*v*<sub>(*a3*)</sub>» representa o valor da ação do acionista *a3*; «*p*<sub>(*a3*)</sub>» representa o preço pago por ação pelo acionista *a3* na aquisição do controlo ao acionista *a1*; «*a*<sup>-</sup>» corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; «*b*» representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir ao controlador; «*c*»

---

<sup>691</sup> Tendo pago um prémio na aquisição do controlo a título dos *idiosyncratic BPC*, o acionista *a3* tem a expectativa de que no futuro a sua participação social venha a corresponder ao valor pago ao anterior acionista, *a*<sup>-</sup> + *b* + *c*<sup>+</sup> + *d*. No entanto, esses benefícios são futuros, por isso, a sua posição ainda só vale o valor apresentado.

representa o valor do *acquisition premium* do controlador com participação superior a 1/3; e «*d*» representa o valor dos BPC (*control premium stricto sensu*).

A posição dos acionistas *a2* já se encontrava abstratamente desvalorizada por existir um controlador — *a1* — que tem o poder de extrair BPC. A substituição do controlador *a1* por *a3* não os retira da sua situação precária. No momento de apurar o valor *equitativo* da contrapartida a ser paga no âmbito da OPA obrigatória, não se pode descuidar a compensação que os acionistas *a2* deverão receber pela desvalorização sofrida pela extração dos BPC. Este é o momento de repor a igualdade que deve existir entre os acionistas, para que extraíam benefícios proporcionais à posição jurídica que integram na sociedade e à sua participação social, pelo ao valor da ação dos acionistas *a2*: o valor dos BPC tem sido por nós designado por «*d*», correspondente ao prémio de controlo, deverá ser distribuído por todos os acionistas, proporcionalmente.

Desta forma, a contrapartida *equitativa* e *justificada* a pagar pelo acionista *a3* na OPA obrigatória, seria, em princípio, correspondente ao valor  $x_{(a3)}$  no *período inicial*, acrescido do valor do *control premium* distribuído por todos os acionistas:

$$x_{(a3)} = a^- + b + c^{--} + d^-$$

Ou seja,

$$x_{(a3)} > v_{(a2)} = a^- + b + c^- + d^-$$

Onde « $x_{(a3)}$ » representa o valor da contrapartida *equitativa* a pagar pelo acionista *a3*; « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *a2*; « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^{--}$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas *outsiders* (quando existe um controlador menos de 1/2 dos direitos de voto); « $c^-$ » corresponde ao valor do *acquisition premium* quando exista um controlador na sociedade; e « $d^-$ » representa o valor do *control premium* que àquele acionista caberá receber.

Contudo, o artigo 188.º, através do estabelecimento dos critérios do n.º 1, não permite ao acionista  $a3$  realizar o pagamento do valor *justo e equitativo* pelas participações de  $a2$ . No n.º 1 do artigo 188.º do CMVM estabelece-se que a contrapartida de OPA obrigatória não pode ser inferior ao valor mais alto entre os seguintes: «maior preço pago pelo oferente ou por qualquer das pessoas que, em relação a ele, estejam em alguma das situações previstas no n.º 1 do artigo 20.º pela aquisição de valores mobiliários da mesma categoria, nos seis meses imediatamente anteriores à data da publicação do anúncio preliminar da oferta», ou «preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante o mesmo período». Uma vez que para adquirir o controlo o acionista  $a3$  pagou um valor correspondente a  $v_{(a1)}$ , então, o valor a pagar pela contrapartida, terá pois, pelo menos<sup>692</sup>, nos termos do n.º 1 do artigo 188.º, de ser igual ao valor de:

$$p_{(a3)} = v_{(a3)} = a^- + b + c + d$$

Ou, caso tenha existido extração de *idiosyncratic value*:

$$p_{(a3)} = v_{(a3)} = a^- + b + c^+ + d > x_{(a3)}$$

Em qualquer caso:

$$P_{(a3)} > x_{(a3)} > v_{(a2)}$$

Onde « $x_{(a3)}$ » representa o valor da contrapartida *equitativa* a pagar pelo acionista  $a3$ ;  $p_{(a3)}$  representa o preço pago pelo acionista  $a3$  na aquisição do controlo ao acionista  $a1$ ; « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $v_{(a3)}$ » representa o valor da ação do acionista controlador ( $a3$ ); « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c$ » representa o valor do *acquisition premium* do controlador com participação superior a 1/3; « $c^+$ » representa o valor dos *acquisition premium* do  $a1$ , que se encontra duplamente

---

<sup>692</sup> Caso a média ponderada dos valores mobiliários apurado em mercado regulamentado nos seis meses anteriores não seja superior.

valorizado por deter o controlo e integrar os benefícios do controlo, bem como integrar um valor a título de *idiosyncratic value*; e «d» representa o valor dos BPC (*control premium stricto sensu*) extraídos a todos acionistas.

Neste sentido o artigo 188.º, n.º 1 não estabelece os corretos critérios para a determinação da contrapartida mínima a receber pelos acionistas *a2*. Seguindo a metodologia imposta por aquele preceito do CVM, estaríamos a atribuir aos acionistas *a2*, um valor superior ao das ações por eles detidas, e oferecendo-lhe uma contrapartida substancialmente excessiva, e, por essa razão não equitativa. Estes são casos em que a CMVM deveria entender, no seu juízo de mérito, que a contrapartida é excessiva. A norma do 188.º, n.º 2 do CVM não tem apenas, como vimos, o objetivo de proteger os acionistas livres mas também o acionista que adquiriu o controlo. Obrigar o acionista controlador a pagar o preço da participação social que adquiriu revela-se excessiva, inclusivamente, porque o anterior acionista já lançou uma OPA legitimadora da sua posição de controlo. O acionista *a1* (prévio controlador), tendo adquirido o controlo, possibilitou aos acionistas *a2* a saída por uma contrapartida justa, sendo que os que não aceitaram sair e que em consequência tiveram uma desvalorização (abstrata)<sup>693</sup> da sua posição, foi devido a ato próprio (à sua decisão de investimento), pelo que não se justifica uma «compensação» (pelo valor pago a título do prémio de aquisição pelo acionista *a2* ao acionista *a1*) pelo sua opção de investimento: tiveram a oportunidade e não a aceitaram<sup>694</sup>.

O acionista *a3* (novo controlador) pagou ao acionista *a1* (prévio controlador) o valor a título de prémio de aquisição, assumindo a sua posição já legitimada na sociedade (caso não ultrapasse 1/2 dos direitos de voto na sociedade visada). Por essa razão, ele não deverá distribuir pelos restantes acionistas o valor correspondente a «c», porquanto esta integra a sua posição. A igualdade entre acionista não pode, sequer, motivar que ele confira aos *outsiders* a mesma posição que conferiu ao prévio controlador *a1*. Ele já não é acionista, por um lado, e a sua posição controlador não é igual às dos *outsiders*. E nem o prémio de aquisição acrescido

---

<sup>693</sup> Recorde-se que nem sempre o surgimento de uma posição de controlo irá gerar uma desvalorização da posição acionista. Não obstante termos estado a demonstrar que as integrantes da contrapartida desvalorizam (abstratamente), elas podem até vir a valorizar, em função de um maior crescimento da sociedade e de uma maior distribuição de lucros, pós-OPA, por exemplo.

<sup>694</sup> E que dizer dos acionistas *a2* que não eram sócios da sociedade quando houve a primeira OPA do acionista *a1*? Ser-lhes-á devida uma quantia a título do prémio de aquisição? A verdade é que estes acionistas adquiriram uma participação no mercado que já se encontrava desvalorizada em função da existência de um controlador. E quando o fizeram, disso tinham conhecimento.

(correspondente à diferença entre « $c^+$ » e « $c$ ») deverá ser distribuído, porque este corresponde ao *idiosyncratic value* que o acionista  $a2$  conseguiu, no âmbito do mercado, extrair à sua contraparte, o acionista  $a2$ . E este, tendo disponibilidade para oferecer esse acrescido valor, não deverá pagar aos restantes acionistas no âmbito da OPA obrigatória, porquanto correspondem a benefícios *futuros* que este tem expectativa de extrair. Os critérios protetores dos *outsiders*, estabelecidos no artigo 188.º, n.º 1 — e mesmo as presunções de não equidade estabelecidas no n.º 3 do artigo 188.º do CVM — reportam-se sempre ao passado para estabelecer a contrapartida *equitativa* e *justificada* devida. Saindo da sociedade, esses *outsiders* deixaram de beneficiar dessas vantagens patrimoniais que possam advir do cumprimento da expectativa do acionista  $a3$  (o novo controlador).

A CMVM tem o dever de nomear um auditor independente para propor a contrapartida mínima *equitativa*, de acordo com os modelos económicos de avaliação que entender, por forma a apurar um valor correspondente a  $x_{(a3)} = a^- + b + c^{--} + d^-$ . Contudo, aqui levanta-se um problema adicional, já apresentado. É que na determinação da contrapartida mínima, o auditor independente não consegue apurar o valor dos BPC, correspondente ao prémio de controlo *stricto sensu*, e que deveriam pertencer aos destinatários da OPA. O auditor apenas faz uma avaliação da sociedade e limita-se a dividir esse valor proporcionalmente pelo número de ações, pelo que a contrapartida a determinar nunca iria corresponder a  $a^- + b + c^{--} + d^-$ , mas tão só e apenas a  $a^- + b + c^{--}$ <sup>695</sup>. Adiante tomaremos posição sobre o problema.

#### *b) Aquisição do controlo a outsiders*

O acionista  $a3$  pode adquirir o controlo através da aquisição de participações dos acionistas  $a2$ . O acionista  $a1$  mantém a sua posição na sociedade, simplesmente, ela deixa de ser uma participação de controlo<sup>696</sup>, pois, por exemplo, a estrutura societária da sociedade passou a ser mais concentrada em virtude de pequenas aquisições do acionista  $a3$  através da

---

<sup>695</sup> O que fazer nestes casos? Aprofundaremos o tema no balanço final da presente proposta.

<sup>696</sup> Não obstante, o acionista  $a1$  provavelmente lançou uma OPA (obrigatória) para legitimar o seu controlo na sociedade e garantir o direito de *exit* aos outros acionistas  $a2$ , que simplesmente não aceitaram sair.

técnica de *ramassage* até atingir o controlo<sup>697</sup>. Na sua esfera jurídica constitui-se a obrigação de lançar uma OPA geral e universal. Iniciado o *período pré-lançamento da OPA* será obrigado a lançar a OPA, não conseguindo provar a inexigibilidade de lançamento, nos termos do disposto no n.º 2 do artigo 187.º do CVM. A aquisição do controlo pelo acionista *a3* motiva uma alteração na posição dos acionistas *outsiders* (os acionistas *a2* e o acionista *a1*), porquanto o acionista *a3* passa a controlar os órgãos sociais e a exercer todas as prerrogativas inerentes ao controlo. O acionista *a1* sofre uma desvalorização na sua participação na sociedade devido a já não ser o acionista que detém o controlo na sociedade visada. A estrutura acionista da sociedade visada e o valor das respetivas participações sociais, no momento *período pré-lançamento da OPA* e até ao seu lançamento, é a seguinte:

$$\begin{aligned}v_{(a1)} &= a^- + b + c^{--} \\v_{(a2)} &= a^- + b + c^{--} \\v_{(a3)} &= a^- + b + c + d\end{aligned}$$

Onde « $v_{(a1)}$ » representa o valor da ação do acionista controlador (*accionista a1*); « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $v_{(a3)}$ » representa o valor da ação do acionista controlador (*a3*); « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^{--}$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas *outsiders* (quando existe um controlador); « $c$ » representa o valor do *acquisition premium* do controlador com participação superior a 1/3 (e inferior a 1/2); e « $d$ » representa o valor dos BPC (*control premium stricto sensu*).

O acionista *a1*, que acabou de perder o controlo da sociedade, já não encontra refletido na sua posição na sociedade o valor correspondente aos BPC que extraiu na posição de controlador<sup>698</sup>, e perdeu o poder de os extrair. A sua participação desvaloriza

---

<sup>697</sup> O acionista *a3* pode também ter lançado uma OPA, v.g. uma OPA com as condições da OPA obrigatória, beneficiando da derrogação do artigo 189.º, n.º 1, alínea *a*) do CVM, hipótese que no entanto desconsideramos para este efeito.

<sup>698</sup> Recorde-se o que se disse *supra*, a propósito de os BPC serem extraídos e o seu valor ser consumido pelo controlador, sem ficar acumular na sua participação social.



imediatamente<sup>699</sup> devido à capacidade de extração futura pelo acionista  $a3$ . Os restantes acionistas  $a2$  mantêm a sua desvalorização inerente à extração de BPC no passado pelo acionista  $a1$ , que poderá vir ou não a ser aumentada pelo acionista  $a3$  no futuro. Na realidade este acionista  $a3$ , acabado de adquirir o controlo aos acionistas  $a2$ , vê na sua posição valorizada pelos poderes atribuídos pelo exercício do controlo e pela capacidade que dispõe de no futuro vir a extrair BPC. Não sendo bem-sucedido na prova da inexigibilidade, o acionista  $a3$  é obrigado a lançar a oferta. Neste sentido, é preciso calcular a contrapartida, atendendo, mais uma vez, aos critérios estabelecidos pelo artigo 188.º, n.º 1 do CVM. Recorde-se que para adquirir o controlo, o acionista  $a3$  pagou aos anteriores acionistas  $a2$  o valor correspondente a  $v_{(a2)}$  no momento anterior à constituição da obrigação de lançamento, que representamos por  $p_{(a3)}$ :

$$p_{(a3)} = v_{(a2)} = a^- + b + c^{--}$$

Ou, caso tenha existido exigência de *prémio de aquisição* pelo *outsider*

$$p_{(a3)} = a^- + b + c^-$$

Onde « $p_{(a3)}$ » representa valor pago pelo acionista  $a3$  na aquisição do controlo ao acionista *outsider*; « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas  $a2$  após a aquisição do controlo por  $a3$  (novo controlador); « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^{--}$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas *outsiders* (quando existe um controlador); « $c^-$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas (quando existe um controlador), acrescido do eventual *idiosyncratic value*;

Assim, cumprindo os requisitos do artigo 188.º do CVM, se o acionista  $a3$  oferecer uma contrapartida correspondente ao valor das ações de  $a2$ , em princípio, o acionista  $a1$  não irá

---

<sup>699</sup> O valor «d» deixou de ser um acréscimo de todas as extrações para passar a ser uma perda (num lucro cessante) correspondente ao valor da extração de BPC que o novo controlador tem expectativa de extrair, proporcional à sua participação social.

aceitar, porque esta não reflete o valor do prémio pago na anterior OPA que este se viu obrigado a lançar para adquirir o controlo prévio<sup>700</sup>. Por outro lado, o valor também poderá não refletir o valor equitativo para a contrapartida a pagar pelas participações de  $a2$ , que merecem ser compensados pelos BPC extraídos por  $a1$ , e que não se encontram refletidos no preço pago pela aquisição do controlo pelo  $a3$ . A contrapartida a pagar pelo acionista  $a3$  na OPA obrigatória seria, em princípio, correspondente ao valor  $x_{(a3)}$ :

$$x_{(a3)} = p_{(a3)} = v_{(a2)} = a^- + b + c^{--}$$

Ou, caso tenha existido exigência de *prémio de aquisição* pelo *outsider*

$$x_{(a3)} = p_{(a3)} = a^- + b + c^-$$

Onde « $x_{(a3)}$ » representa o valor da contrapartida *equitativa* a pagar pelo acionista  $a3$ ; « $p_{(a3)}$ » representa o preço pago pelo acionista  $a3$  na aquisição do controlo a um dos acionistas  $a2$ ; « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas  $a2$ ; « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^{--}$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas *outsiders* (quando existe um controlador); e « $c^-$ » corresponde ao valor do *acquisition premium* quando exista um controlador na sociedade.

Perante esta situação, é necessário determinar se a contrapartida resultante dos critérios do artigo 188.º é ou não equitativa. Um eventual incremento que possa resultar no preço das ações dos acionistas no seio da OPA obrigatória ao abrigo do n.º 1 do artigo 188.º do CVM, deriva do prémio de aquisição pago — e que não seria devido porquanto as posições dos acionistas não desvalorizam em virtude da aquisição de um novo controlo pelo acionista controlador<sup>701</sup>. No entanto, o valor de « $d^-$ », que corresponde ao valor dos BPC, não se encontra refletido em nenhuma das hipóteses de contrapartida a ser pagas de acordo com o

<sup>700</sup> E uma vez que no seu entendimento as suas ações valem mais do que a contrapartida que está a ser oferecida pelo oferente, geram-se condições favoráveis para que, dispondo de recursos, este acionista esteja disposto a lançar uma OPA concorrente.

<sup>701</sup> Exceto se este adquirir uma posição superior à do anterior acionista. Neste caso, o valor correspondente ao prémio de aquisição já faria sentido ser distribuído, nos termos descritos em 4.2. (i) *supra*.

artigo 188.º, n.º 1. Repare-se que neste caso, a contrapartida justificada e equitativa deveria corresponder a:

$$x_{(a3)} = a^- + b + c^{--} + d^-$$

Onde « $x_{(a3)}$ » representa o valor da contrapartida *equitativa* a pagar pelo acionista  $a3$ ; « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^{--}$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas *outsiders* (quando existe um controlador menos de 1/2 dos direitos de voto); e « $d^-$ » representa o valor do *control premium* que àquele acionista caberá receber.

É no entanto necessário ter em conta um conjunto de realidades. Embora possam existir acionistas que, não se apercebendo da extração passada dos BPC, aceitem a oferta, a verdade é que este valor pode nem nunca ter tido qualquer reflexo na contrapartida, porque é impossível determinar se  $a3$  pagou um prémio de aquisição ao *outsider* ou um prémio de controlo *stricto sensu*. Ademais, recorde-se mais uma vez que os acionistas *outsiders* já tiveram oportunidade de sair na anterior aquisição do controlo pelo acionista  $a1$  (que em princípio terá lançado uma OPA obrigatória). Quando assim não seja, tal significará que eles já adquiriram as participações desvalorizadas porque já refletiam valor, pelo que em nenhum dos casos eles merecem qualquer «compensação» a título de prémio de aquisição, que não a correspondente a « $c^{--}$ », que já integra a sua participação. Neste sentido, qualquer expectativa de ganhos futuros, ainda que a título de BPC (e não apenas de benefícios do controlo ou sinergias), não faz sentido serem distribuídos aos acionistas que abandonam a sociedade.

Contudo, aqui levanta-se um problema adicional, já apresentado: eles necessitam ser compensados pelos BPC que o acionista  $a1$  andou a extrair. Estes são casos em que a CMVM deveria entender, no seu juízo de mérito, que a contrapartida é insuficiente. A CMVM tem o dever de nomear um auditor independente nos termos do artigo 188.º, n.º 2 do CVM para propor a contrapartida mínima *equitativa*, de acordo com os modelos económicos de avaliação que entender, por forma a apurar um valor correspondente a  $x_{(a3)} = a^- + b + c^{--} + d^-$ . No entanto, encontramos-nos mais uma vez perante a dificuldade do cálculo dos BPC.

(iii) *Ultrapassagem do limiar de metade dos direitos de voto numa sociedade de estrutura diversificada*

A situação que nos propomos por agora a analisar é aquela em que o acionista *a1* ultrapassa 1/2 dos direitos de voto da sociedade, numa situação em que não existia controlo prévio. No *período inicial*, nenhum dos acionistas se encontra no controlo. A sociedade encontra-se estruturada de modo diversificado e todos os acionistas recebem os direitos económicos e os direitos políticos inerentes às suas ações. O preço das ações engloba os seguintes componentes:

$$v_{(a)} = a + b + c^-$$

Onde:  $v_{(a)}$  representa o valor da ação dos acionistas; «*a*» representa o valor dos *economic rights*; «*b*» representa o valor dos *political rights*; e « $c^-$ » representa o valor do *acquisition premium*<sup>702</sup>.

Esta situação mantém-se até ao momento do *trigger*, em que o acionista *a1* ultrapassa metade dos direitos de voto, nos termos do artigo 187.º, n.º 1 do CVM. O acionista *a1* terá consciência de que ao adquirir participações sociais irá adquirir o controlo sobre a sociedade, e, por essa razão, estar disponível a pagar um pouco mais, a título de prémio de aquisição componente « $c^-$ » fica valorizado em «*c*» —, desde logo, se o acionista *a2* vendedor teve conhecimento de que estava a vender uma participação que iria conferir *a1* o controlo da sociedade, exigindo um prémio. Para adquirir o controlo, o acionista *a1* pagou a um dos acionistas *a2* um valor correspondente a:

$$p_{(a1)} = a + b + c^-$$

Ou, caso tenha existido exigência de *prémio de aquisição* pelo acionista *outsider*

---

<sup>702</sup> O *acquisition premium* integra o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas.

$$p_{(a1)} = a + b + c$$

Onde « $p_{(a1)}$ » representa o preço pago pelo acionista  $a1$  na aquisição do controlo; « $a$ » representa o valor dos *economic rights* inerentes às ações a adquirir; e « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; e « $c^-$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas (quando não existe um controlador); e « $c$ » representa o valor do *acquisition premium* que o oferente se dispõe a pagar para obter a posição de controlador com participação superior a metade;

Na sua esfera jurídica constitui-se a obrigação de lançar uma OPA geral e universal. Iniciado o *período pré-lançamento da OPA*, o acionista  $a1$  encontra-se impossibilitado de provar a inexigibilidade de lançamento, com vista a beneficiar da exceção de lançamento da OPA<sup>703</sup>. A aquisição do controlo pelo acionista  $a1$  motiva uma alteração na sua posição, porquanto ele passa a poder designar (ou exercer influência sobre) os órgãos sociais e a exercer todas as prerrogativas inerentes ao controlo. Tal como nas outras situações descritas atrás, a participação social tem um *plus* face à dos restantes acionistas. Contudo, agora, a situação sofre algumas alterações. Esta situação tem a particularidade de os acionistas  $a2$  não terem na sua participação social o poder de potencialmente chegar ao controlo sem ato do  $a1$ . O acionista  $a1$  controla a sociedade e para que algum dos restantes acionistas livres ( $a2$ ) venha a adquiri-lo, é necessário ele abdicar dos seus direitos (*e.g.*, direitos de voto) ou praticar actos de transmissão do controlo (como transmissão de ações, celebração de acordos de parassociais), o que tem um valor económico. Por outro lado, também não conseguem participar na gestão da sociedade. Neste sentido, e por ainda se manterem na esfera jurídica dos *outsiders* o valor dos direitos políticos mantém-se, não obstante o seu efeito «útil» ficar ainda mais reduzido do que no caso da ultrapassagem de um terço dos direitos de voto, o que se reflete numa cada vez menor participação na gestão da sociedade, pois o controlador pode perfeitamente conduzir a sociedade através da influência dos órgãos sociais sem recurso aos *outsiders*. Por estas razões, o valor das participações sociais deixa de integrar a componente « $c$ ». Recorde-se no entanto que os acionistas *outsiders* já tiveram oportunidade de sair na anterior aquisição do controlo pelo acionista  $a1$  (que em princípio terá lançado uma OPA

---

<sup>703</sup> Seguimos, para efeitos de raciocínio, a doutrina majoritária quanto ao n.º 2 do artigo 187.º do CVM.

obrigatória). Quando assim não seja, tal significará que eles já adquiriram as participações desvalorizadas porque já refletiam valor, pelo que em nenhum dos casos eles merecem qualquer «compensação» a título de prémio de aquisição. De todo o modo, as participações da estrutura accionista integrarão as seguintes componentes:

$$v_{(a1)} = a + b + c^+ + d$$

$$v_{(a2)} = a + b$$

Onde « $v_{(a1)}$ » representa o valor da ação do acionista controlador (*accionista a1*); « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $p_{(a1)}$ » representa o preço pago pelo acionista *a1* na aquisição do controlo; « $a$ » representa o valor dos *economic rights* inerentes às ações a adquirir; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^+$ » representa o valor dos *acquisition premium* do *a1*, que se encontra valorizado por deter o controlo e não ser possível a aquisição do controlo por outro acionista sem ato seu; e « $d$ » representa o valor dos BPC (*control premium stricto sensu*).

O acionista *a1*, ao adquirir o controlo passa a ter capacidade de extrair BPC, pelo que a sua participação engloba o valor « $d$ ». Contudo, ainda não existe extração imediata pelo acionista *a1* pelo que a desvalorização dos direitos patrimoniais dos acionistas *outsiders a2* não é imediata. A contrapartida paga pelo oferente (o acionista *a1*) tem de obedecer aos critérios do artigo 188.º do CVM, encontrando-se, desde logo, limitada pelos critérios do n.º 1, como já sabemos. O valor a pagar, terá pois de ser, pelo menos, nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 188.º do CVM<sup>704</sup>, igual ao valor de:

$$x_{(a1)} = p_{(a1)} = a + b + c^-$$

Ou, caso tenha sido exigido um *prémio de aquisição* pelo acionista *outsider*:

$$x_{(a1)} = p_{(a1)} = a + b + c$$

---

<sup>704</sup> Só assim não será se o acionista *a1*, recorde-se, ou alguma das pessoas que com ele estabeleça relações nos termos do artigo 20.º do CVM tiver adquirido ações da sociedade visada, nos seis meses anteriores, a preço superior ou se  $p_{(a1)}$  for inferior ao preço médio ponderado desses valores mobiliários apurado em mercado regulamentado durante aquele período.

Neste último caso,

$$x_{(a1)} = p_{(a1)} > v_{(a2)} = a + b$$

Onde « $x_{(a1)}$ » representa o valor da contrapartida a pagar pelo acionista  $a1$ ; « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $p_{(a1)}$ » representa o preço pago pelo acionista  $a1$  na aquisição do controlo; « $a$ » representa o valor dos *economic rights* inerentes às ações a adquirir; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^-$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas (não existe um controlador); « $c$ » representa o valor do *acquisition premium* « $c^-$ », acrescido do prémio cobrado pelo acionista alienante da participação que conferiu o controlo a  $a1$ .

Este valor da contrapartida é superior ao valor das participações sociais dos acionistas  $a2$ , no momento em que estas estão a ser vendidas. É que a aquisição do controlo pelo acionista  $a1$ , pela ultrapassagem de metade dos direitos de voto, imprime uma desvalorização nas ações dos acionistas  $a2$ , pelo facto de elas já não permitirem um resultado efetivo no exercício dos direitos de voto. Na realidade, nesta situação, em que um acionista ultrapassa a metade dos direitos de voto, não permite que nenhum dos acionistas  $a2$ , sem ato do acionista  $a1$  nesse sentido, venha a adquirir controlo na sociedade visada. E esta desvalorização vê-se representada pela perda do valor de  $c$  nas ações dos acionistas  $a2$ .

$$v_{(a2)} = a + b$$

$$p_{(a1)} = a + b + c^-$$

Ou, caso tenha existido exigência de *prémio de aquisição* pelo acionista *outsider*

$$p_{(a1)} = a + b + c$$

Em qualquer caso,

$$v_{(a2)} < p_{(a1)}$$

Onde « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $p_{(a1)}$ » representa o preço pago pelo acionista *a1* na aquisição do controlo; « $a$ » representa o valor dos *economic rights* inerentes às ações a adquirir; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^-$ » representa o valor do *acquisition premium*, integrando o valor do controlo que se encontra distribuído por todos os acionistas (não existe um controlador); « $c$ » representa o valor do *acquisition premium* « $c^-$ », acrescido do prémio cobrado pelo acionista alienante da participação que conferiu o controlo a *a1*.

Como não existia controlo prévio na sociedade visada, nenhum sócio controlador extraía ou tinha oportunidade de extrair BPC, pelo que não existindo desvalorização não existe necessidade de pagar o valor. Neste sentido, em obediência aos critérios do artigo 188.º, n.º 1 do CVM, a contrapartida paga pelo acionista *a1*, terá de corresponder, no mínimo, ao valor pago pela aquisição do controlo  $p_{(a1)}$ . Mas este valor não corresponde a uma contrapartida *equitativa*, revelando-se excessiva. Um eventual incremento que possa resultar no preço das ações dos acionistas no seio da OPA obrigatória ao abrigo do n.º 1 do artigo 188.º do CVM, que derive do prémio de aquisição pago, não é devido, pois trata-se de benefícios futuros que o novo acionista espera vir a recuperar da sociedade em virtude de uma gestão mais eficiente. A CMVM tem o dever de nomear um auditor independente nos termos do artigo 188.º, n.º 2 do CVM para propor a contrapartida mínima *equitativa*, de acordo com os modelos económicos de avaliação que entender, por forma a apurar um valor correspondente a  $x_{(a3)} = a + b$ .

(iv) *Ultrapassagem do limiar de metade dos direitos de voto numa sociedade de estrutura concentrada*

Nesta situação, existe um acionista cuja participação social ultrapassa metade dos direitos de voto da sociedade, numa situação em que já existe controlo quando algum acionista ultrapassa o limiar de metade dos direitos de voto da sociedade. No *período inicial*, o acionista *a1* detém uma participação de controlo no controlo. A sociedade encontra-se estruturada de modo concentrado e todos os acionistas recebem os direitos económicos e os direitos políticos inerentes às suas ações. Os acionistas *a2* encontram a sua posição



desvalorizada em virtude da existência de um controlador. Acresce que, nesta situação em que um acionista ultrapassa a metade dos direitos de voto, nenhum dos acionistas *a2* consegue potencialmente, sem ato do acionista *a1* nesse sentido, vir a adquirir controlo na sociedade visada. E esta desvalorização vê-se representada pela perda do valor de *c* nas ações dos acionistas *a2*. O valor das ações de cada um dos acionistas engloba os seguintes componentes:

$$v_{(a1)} = a^- + b + c^+ + d$$

$$v_{(a2)} = a^- + b$$

Onde « $v_{(a1)}$ » representa o valor da ação do acionista controlador (*accionista a1*); « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlado; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^+$ » representa o valor dos *acquisition premium* do *a1*, que se encontra valorizado por deter o controlo (não sendo possível a aquisição do controlo por outro acionista sem ato seu); e « $d$ » representa o valor dos BPC (*control premium stricto sensu*).

Neste caso, por ser beneficiário do controlo, o acionista *a1* goza dos benefícios do controlo — correspondentes ao valor « $c^{++}$ », encontrando-se valorizados por deter o controlo e não ser possível a aquisição do controlo por outro acionista sem ato seu e por extrair o *idiosyncratic value*. E por ser o controlador, ele irá extrair, mais ou menos BPC, conforme os mecanismos de controlo que a sociedade em questão (e a lei) lhe permita, bem como o ativismo e supervisão pelos acionistas *a2*. Os acionistas *a2* veem a sua participação social sofrer uma desvalorização inerente à extração dos BPC pelo acionista *a1*, porque esta tem como consequência uma desvalorização dos seus direitos patrimoniais (que diminuem de « $a$ » para « $a^-$ »). Também o controlador vê os seus direitos patrimoniais diminuídos, porém, ele irá conseguir extrair o valor económico dessa desvalorização a título de BPC, que engloba o montante da desvalorização dos restantes acionistas minoritários. Neste caso, então, o valor de « $d$ » corresponde à soma da diferença entre « $a$ » e « $a^-$ », relativamente a todos os acionistas. Os acionistas *outsiders* continuam a poder votar, a participar na assembleia geral (incluindo, para tentar propor ideias ao controlador), fazer propostas de deliberação, entre outros. O que acontece é que esses direitos políticos já não lhe permitem participar no controlo da sociedade. Neste sentido, e por ainda se manterem na esfera jurídica dos *outsiders* o valor dos

direitos políticos mantém-se, não obstante o seu efeito «útil» ficar reduzido, o que se reflete numa menor participação na gestão da sociedade — o que motivou o desaparecimento do valor «*c*».

Esta situação mantém-se até ao momento do *trigger*, em que o acionista *a3* ultrapassa a metade dos direitos de voto, nos termos do artigo 187.º, n.º 1 do CVM. O controlo do acionista *a3* terá em princípio sido obtido mediante a totalidade das participações sociais ao acionista *a1*. A aquisição do controlo pelo acionista *a3* passará em princípio<sup>705</sup> pela aquisição de ações ao acionista *a1*. Neste caso, ele paga ao acionista *a1* o valor correspondente à sua participação social, correspondente ao seguinte:

$$p_{1(a3)} = v_{(a1)} = a^- + b + c^+ + d$$

Ou, caso tenha existido extração de *idiosyncratic value*, tendo o acionista *a1* exigido o prémio:

$$p_{(a3)} = v_{(a3)} = a^- + b + c^{++} + d > x_{(a3)}$$

Onde « $v_{(a1)}$ » representa o valor da ação do acionista controlador (*accionista a1*); « $p_{(a3)}$ » representa o preço pago pelo acionista *a3* na aquisição do controlo; « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlado; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^+$ » representa o valor dos *acquisition premium* do *a1*, que se encontra valorizado por deter o controlo (não sendo possível a aquisição do controlo por outro acionista sem ato seu); « $c^{++}$ » representa o valor dos *acquisition premium* do *a1*, que se encontra valorizado por deter o controlo (não sendo possível a aquisição do controlo por outro

---

<sup>705</sup> Não se desconsidera os problemas levantados pela imputação dos direitos de voto, que poderão levar a que dois acionistas ultrapassem a metade dos direitos de voto e sejam obrigados a lançar a OPA, para os quais alertámos ao longo do nosso estudo, nem se olvida o facto de o acionista adquirente poder ter aumentado quantitativamente o controlo, não se limitando a adquirir a posição do anterior controlador. Simplesmente, para o efeito que se pretende este ensaio — a de verificar a bondade do regime da contrapartida das OPAs e a distribuição do prémio — e em que se ficcionou que não existiria uma violação ao princípio do *one share-one vote*, estas situações não serão tomadas em conta nesta sede. Tal levaria a tornar esta análise sujeita a muito mais variáveis e sujeita a uma complexidade que não se coaduna com o objetivo (não obstante ser essa a realidade subjacente ao regime da contrapartida).

acionista sem ato seu) e por extrair o *idiosyncratic value*; e «*d*» representa o valor dos BPC (*control premium stricto sensu*).

Contudo, recorde-se, o valor da participação dos acionistas *outsiders* é apenas a de  $v_{(a2)} = a + b$ . Rapidamente se conclui que o preço pago pelo acionista *a3* na aquisição das participações sociais de *a1* foi muito superior ao que seria pago pelas participações sociais de *a2*.

$$p_{(a3)} > v_{(a2)}$$

Na esfera jurídica de *a3* constitui-se a obrigação de lançar uma OPA geral e universal. Iniciado o *período pré-lançamento da OPA*, o acionista *a3* terá proceder ao lançamento da oferta, nos termos do disposto no n.º 1 do artigo 187.º. A aquisição do controlo pelo acionista *a3* motiva uma alteração posição dos restantes acionistas, porquanto passa a ser o acionista *a3* (e não o *a1*) quem tem o poder designar os administradores e a exercer todas as prerrogativas inerentes ao controlo. Para este efeito, consideramos que toda a posição do acionista *a1* foi transmitida a *a3*, pelo que *a1* abandonou a sociedade. A participação social de *a3* tem um *plus*, face à dos restantes acionistas, assumindo a mesma posição na estrutura da sociedade que *a1* assumira previamente:

$$\begin{aligned} v_{(a2)} &= a^- + b \\ v_{(a3)} &= a^- + b + c^+ + d \end{aligned}$$

Onde: « $v_{(a3)}$ » representa o valor da ação do acionista controlador (*a3*); « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*) após a aquisição do controlo por *a3*; « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^+$ » representa o valor do *acquisition premium* do controlador com participação superior a metade dos direitos de voto; e « $d$ » representa o valor dos BPC (*control premium stricto sensu*).

A substituição do controlador *a1* por *a3* não retira os acionistas *a2* retira da sua situação precária e o valor *equitativo* da contrapartida a ser paga no âmbito da OPA não pode descurar a compensação pela desvalorização sofrida, correspondente a « $d$ », em virtude da extração de

BPC operada pelo anterior acionista *a1*. Por isso, os acionistas *a2* mantêm a sua desvalorização inerente à extração de BPC no passado pelo acionista *a1*, que poderá vir ou não a ser aumentada pelo acionista *a3* no futuro. Na realidade este acionista *a3*, acabado de adquirir o controlo aos acionistas *a2*, vê na sua posição valorizada pelos poderes atribuídos pelo exercício do controlo e pela capacidade que dispõe de no futuro vir a extrair BPC. O acionista *a3* é obrigado a lançar a oferta. Neste sentido, é preciso calcular a contrapartida, atendendo, mais uma vez, aos critérios estabelecidos pelo artigo 188.º, n.º 1 do CVM. Recorde-se que para adquirir o controlo o acionista *a3* pagou um valor correspondente a  $v_{(a1)}$ , logo, o valor a pagar pela contrapartida, terá pois, pelo menos<sup>706</sup>, nos termos do n.º 1 do artigo 188.º, de ser igual ao valor de:

$$p_{(a3)} = a^- + b + c^+ + d$$

Ou, caso tenha existido extração de *idiosyncratic value*, tendo o acionista *a1* exigido o prémio:

$$p_{(a3)} = a^- + b + c^{++} + d > x_{(a3)}$$

Mas:

$$v_{(a2)} = a^- + b$$

Onde « $x_{(a1)}$ » representa o valor da contrapartida a pagar pelo acionista *a1*; « $p_{(a3)}$ » representa o preço pago pelo acionista *a3* na aquisição do controlo; « $v_{(a2)}$ » representa o valor da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; « $c^+$ » representa o valor do *acquisition premium* do controlador com participação superior a metade dos direitos de voto; « $c^{++}$ » representa o valor dos *acquisition premium* do *a1*, que se encontra valorizado por deter o controlo (não sendo possível a aquisição do controlo por outro acionista sem ato

---

<sup>706</sup> Caso a média ponderada dos valores mobiliários apurado em mercado regulamentado nos seis meses anteriores não seja superior.

seu) e por extrair o *idiosyncratic value*; ); e «*d*» representa o valor dos BPC (*control premium stricto sensu*).

O artigo 188.º, através do estabelecimento dos critérios do n.º 1, não permite ao acionista *a3*, o pagamento do valor justo e equitativo pelas participações de *a2*. Ao estabelecer, no n.º 1 do artigo 188.º que a contrapartida de OPA obrigatória não pode ser inferior ao valor mais alto entre os previstos nas alíneas *a)* e *b)* daquele artigo, obriga-se que para adquirir o controlo o acionista *a3* pague um valor correspondente a  $v_{(a1)}$  a todos os *outsiders*.

É no entanto necessário ter em conta um conjunto de realidades. Embora possam existir acionistas que, não se apercebendo da extração passada dos BPC, aceitem a oferta, a verdade é que este valor pode nem nunca ter tido qualquer reflexo na contrapartida, porque é impossível determinar se *a3* pagou um prémio de aquisição ao *outsider* ou um prémio de controlo *stricto sensu*. Ademais, recorde-se mais uma vez que os acionistas *outsiders* já tiveram oportunidade de sair na anterior aquisição do controlo pelo acionista *a1* (que em princípio terá lançado uma OPA obrigatória). Quando assim não seja, tal significará que eles já adquiriram as participações desvalorizadas porque já refletiam valor, pelo que em nenhum dos casos eles merecem qualquer «compensação» que por vezes a doutrina reclama, como acima notámos. Neste sentido, qualquer expectativa de ganhos futuros, ainda que a título de BPC (e não apenas de benefícios do controlo ou sinergias), não faz sentido serem distribuídos aos acionistas que abandonam a sociedade.

Contudo, aqui levanta-se o mesmo problema relativamente ao valor de «*d*»: os acionistas *a2* devem ser compensados pelos BPC que o acionista *a1* extraiu. A sua contrapartida deveria pois corresponder a

$$x_{(a3)} = a^- + b + d$$

Logo, em qualquer caso:

$$P_{(a3)} > x_{(a3)} > v_{(a2)}$$

Onde « $x_{(a3)}$ » representa o valor da contrapartida *equitativa* a pagar pelo acionista *a3*; « $p_{(a3)}$ » representa o preço pago pelo acionista *a3* na aquisição do controlo; « $v_{(a2)}$ » representa o valor

da ação dos acionistas *outsiders* (*accionistas a2*); « $a^-$ » corresponde ao valor dos *economic rights* inerentes às ações (lucros, valor de liquidação, etc), diminuídos pela extração de BPC pelo controlador; « $b$ » representa o valor dos *political rights* inerentes às ações a adquirir; e « $d^-$ » representa o valor do *control premium* que àquele acionista caberá receber.

Ainda assim, dado a diferença de componentes existentes no valor da sua participação e no valor da contrapartida que iriam receber, em princípio, estes são casos em que a CMVM deveria entender, no seu juízo de mérito, que a contrapartida é excessiva (tenderá até a sê-lo manifestamente). A CMVM tem o dever de nomear um auditor independente nos termos do artigo 188.º, n.º 2 do CVM para propor a contrapartida mínima *equitativa*, de acordo com os modelos económicos de avaliação que entender, por forma a apurar um valor correspondente a  $x_{(a3)} = a^- + b + d^-$ . No entanto, encontramos-nos mais uma vez perante a dificuldade do cálculo dos BPC.

#### **4.3. O prémio como referência no apuramento do valor do controlo e dos BPC**

XXVII. A quantificação dos BPC assume uma extraordinária relevância, não só para provar o impacto que estes têm no mercado, como também para a defesa do próprio investidor. Sem saber se e em quanto poderá estar a ser prejudicado, o investidor não pode decidir livremente e de forma esclarecida se deve ou não agir de forma a defender os seus direitos, tentando controlar os atos do sócio dominante. A determinação do valor exato em que um acionista está a ser prejudicado poderá inclusivamente conduzir ao crescimento do ativismo acionista. Contudo, se o estudo teórico dos BPC se encontra já bastante desenvolvido nos países de *common law*, pelo contrário, a demonstração empírica da extensão dos BPC extraídos pelos acionistas *insiders* ainda está numa fase relativamente pouco desenvolvida. Não pela falta de tentativas, mas pela diversidade de técnicas e resultados, havendo no entanto um ponto comum: a confirmação da existência dos BPC. A mensuração dos BPC é uma tarefa árdua, na medida em que, como resulta das nossas considerações, estes não são observáveis com facilidade: eles são «diluídos» noutros valores que são apresentados em face dos resultados das sociedades<sup>707</sup>, e distribuídos pelos sócios (controladores). Por essa

---

<sup>707</sup> NUNO ANDRÉ DA COSTA RIBEIRO, *O efeito-controle no prémio ... cit.*, p. 13.

razão, a doutrina estrangeira não tem sido unânime em torno dos BPC, especialmente no que diz respeito ao método para a sua quantificação. Repare-se que se a medida dos BPC fosse fácil de apurar, eles deixariam de existir, na medida em que os sócios *outsiders* teriam facilidade em recorrer ao regulador do mercado — a CMVM — para impedir a sua extração, ou, através de ações propostas junto dos tribunais, facilmente, a possibilidade de recuperar o seu valor<sup>708</sup>. Desta forma, os benefícios seriam partilhados por todos e, deixariam de ser privativos dos controladores das sociedades.

XXVIII. Várias metodologias têm sido propostas para o apuramento do valor dos BPC extraídos, encontrando-se ainda sob discussão o método mais correto a adotar e existindo poucos registos nacionais<sup>709</sup>. As metodologias propostas pela doutrina têm-se baseado nos preços da cotação das ações em vários momentos ou nas contrapartidas propostas pelo oferente. Contudo, mesmo entre economistas, têm existido discussões acerca «do preço de transferência justo de um certo activo ou produto»<sup>710</sup>. A questão é muito pertinente, porquanto, pequenos desvios desse justo preço de transmissão, ainda que sejam efetivamente pequenos, quando aplicados a transações de elevado volume, podem facilmente gerar BPC substanciais. Assim, têm sido tentados vários métodos num esforço para a quantificação ou cálculo dos BPC<sup>711</sup>, sendo duas as principais metodologias utilizadas (que tiveram posteriores derivações): (i) *dual-class shares capitalization* — assente no prémio de voto; e (i) comparação entre preço das transações que envolvem grandes blocos de ações ordinárias (fora de mercado) e o preço das ações transacionadas no mercado<sup>712</sup> — assente no prémio de controlo *latu sensu*.

XXIX. Até agora, o estudo de Tatiana Nenova consiste, provavelmente, na tentativa mais desenvolvida (sem descurar os contributos importantíssimos de outros autores, que

---

<sup>708</sup> ALEXANDER DYCK e LUIGI ZINGALES, «Private benefits... cit., p. 8.

<sup>709</sup> Comissão Europeia, *Impact Assessment...* cit., p. 15. Uma apresentação às metodologias encontra-se em PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...*cit., pp. 493-516.

<sup>710</sup> NUNO ANDRÉ DA COSTA RIBEIRO, *O efeito-controle no prémio ... cit., p. 13.*

<sup>711</sup> MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados... cit. Benefícios Privados... cit., pp. 24-27*, distinguindo estes métodos entre (i) prémio pago como estimativa do controlo (ii) Análise do prémio de voto pago pela aquisição de «*dual class shares*» (ii) diferença entre transações maioritária e minoritária, e (iv) diferença entre o preço de transferência de grandes blocos de ações e o valor de mercado pós-anúncio.

<sup>712</sup> Neste sentido, PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...*cit., pp. 495-499.

servem por base ao estudo<sup>713</sup>) para obter uma medida de extração dos BPC, realizada através da identificação de 661 empresas constituídas por *dual-shares*. O apuramento do valor dos BPC através de uma estimativa derivada do prémio do voto (*dual class shares*) é o método que primeiramente foi apresentado para medir os BPC<sup>714</sup> e estima o seu valor através da tentativa de demonstrar o valor do voto pela análise do prémio de voto pago na aquisição de *dual class shares*. Desenvolvido numa primeira fase por Ronald C. Lease, John J. McConnell e Wayne H. Mikkelson, que concluíram que quando uma sociedade apenas possui duas categorias de acções, que, embora conferindo direitos patrimoniais semelhantes, se distinguem apenas pelo direito político de voto<sup>715</sup>, as acções que integram o direito de voto têm um prémio superior àquelas que não o integram<sup>716</sup>. São as chamadas *dual class shares*, por pertencerem a duas categorias diferentes, com uma particularidade: as acções, atribuindo os mesmos direitos económicos sobre a sociedade pertencem a categorias diferentes devido aos direitos de voto que atribuem aos seus titulares<sup>717</sup>. Podem, por um lado, variar por as acções de uma categoria atribuírem direito de voto ao seu titular, enquanto as acções da outra categoria não atribuem qualquer direito de voto àquele. Por outro lado, pode antes acontecer que ambas atribuam direitos de voto, mas a diferença residir no facto de a acção de uma categoria atribuir o dobro dos votos (tipicamente, dois, sendo denominado por «voto duplo») que a acção da outra categoria atribui (o mais comum, voto singular, segundo o princípio *one*

---

<sup>713</sup> Porém, mais estudos devem ser consultados, para se compreender como este poderá ser um modo de determinar o valor do controlo RONALD C. LEASE, JOHN J. MCCONNELL, WAYNE H. MIKKELSON, «The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations», in *Journal of Financial Economics*, v. 1, n.º 11 (1-4), 1983, pp. 439-471.

<sup>714</sup> Neste sentido, PEDRO MAIA, *Voto e corporate governance...* cit., p. 495

<sup>715</sup> Para uma distinção entre direitos patrimoniais e direitos políticos inerentes às acções, CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Direito dos Valores Mobiliários: Conceitos...* cit., pp. 88 e ss..

<sup>716</sup> MCCONNELL e MIKKELSON e optaram por recolher dados com base nos seguintes pressupostos: as participações sociais teriam de (i) integrar exatamente os mesmo direitos, com exceção dos direitos de voto, (ii) ter igual crédito aos dividendos (incluindo em caso de liquidação), e (iii) teriam de ser transacionadas de forma pública, e de forma ativa no mesmo mercado. Verificando que as acções com maiores direitos de voto são transmitidas a um preço superior às demais, acabam por concluir que existe uma relação consistente entre o valor das acções e o controlo societário, afirmando que a «*straightforward implication is that the future consumption opportunities provided by a common stock depend upon the degree to which ownership of the security also conveys controlo ver the firm's activities*», RONALD C. LEASE, JOHN J. MCCONNELL e WAYNE H. MIKKELSON, «The Market Value ... cit., pp. 439-471. Não deixaram os autores de verificar que em certos casos — quando na estrutura accionista estão incluídas acções preferenciais com voto (as denominadas *classe of votig preffered stock*, que ocupam o topo do valor das acções nestes casos) —, as acções com maior número de direitos de votos possam ter um preço inferior às sem voto, assumem que tal se deve ao aumento de custos associado ao controlo, entendendo ser possível pensar que o modo como os benefícios e os custos são divididos pela estrutura accionista depende da complexidade desta.

<sup>717</sup> TATIANA NENOVA, *How to Dominate a Firm With Valuable Control? Dual Class Firms Around the World: Regulation, Security-Voting Structure, and Ownership Patterns*, 2001, pp. 1 e 2, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1017603](http://www.ssrn.com/abstract=1017603).



*share – one vote*). Desta forma, e sabendo que o direito de voto confere, em princípio, o controlo sobre a sociedade, a diferença entre o preço das acções que conferem direito de voto e aquelas que não conferem direito de voto, iria demonstrar o valor do controlo, traduzido através do prémio de controlo.

Este método foi posteriormente desenvolvido por Tatiana Nenova em dois estudos<sup>718</sup>, onde, tendo realizado um estudo sobre os principais 46 mercados de capitais, analisou 661 sociedades com *dual class shares* em 18 países, tendo apurado, contrariamente ao Dyck e Zingales, que o prémio de controlo tinha um valor médio de 1-2% nos EUA, tendo concluído que países de *civil law* tenham prémios de controlo no valor médio de 24,5%. Este modelo funda-se no facto de o adquirente estar disposto a pagar aos *outsiders* um valor superior ao preço de mercado das acções (ou seja, com um prémio) pela aquisição do seu poder de voto, com vista a obter o controlo. Assim, este prémio pago corresponderia aos benefícios que o acionista retiraria da aquisição desse controlo. O valor do voto traduz-se naquele que o acionista tem expectativa de vir a receber adicionalmente, resultante do exercício desse seu direito. Assim, do ponto de vista do controlador, o exercício do direito voto irá refletir o seu potencial peso na tomada de uma decisão da sociedade, e, pelos efeitos derivados da execução dessa decisão, incluirá a magnitude dos BPC que estes possam trazer ao controlador. O que é verdade é que os *shareholders* pagam prémio pelo controlo e para obter direitos de voto, independentemente de se transferir a maioria dos direitos de voto ou não — esta questão vai apenas determinar o *quantum* está o adquirente disposto a pagar<sup>719</sup>, uma vez que o valor do prémio aumenta à medida que se transferem mais direitos de voto.

Contudo, também este método tem várias limitações. Desde logo, parte do princípio de que o controlo só exercido mediante o direito de voto. Na realidade, como temos vindo a destacar, mesmo o controlo é difícil de apurar. Na realidade, a lei tipicamente reconduz determinados efeitos jurídicos à simples existência de domínio sobre a sociedade ou não para a atribuição de certos efeitos jurídicos (tutela qualitativa da existência do domínio), sendo raras as situações faz um apuramento do controlo do ponto de vista quantitativo (quanto à intensidade desse controlo), a verdade é que esta intensidade acaba por ter muita relevância nos casos de apuramento do valor dos BPC. Por essa razão, não pode apenas pensar-se que apenas o direito de voto atribui o controlo ao acionista, descurando que existe uma panóplia

---

<sup>718</sup> TATIANA NENOVA, *How to Dominate...* cit. e TATIANA NENOVA, *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-Country Analysis*, mimeograph, Harvard University, 2000, [www.ssrn.com/abstract=237809](http://www.ssrn.com/abstract=237809).

<sup>719</sup> WAYNE MIKKELSON e HAILU REGASSA, «Premiums Paid...cit., p. 512.

extensa de *CEMs* que atribuem o domínio (embora com diferentes intensidades, ao controlador)<sup>720</sup>.

No regime jurídico nacional, nos termos do artigo 55.º, n.º 3 do CVM, são direitos inerentes às ações, além de outros que resultem do regime jurídico próprio, (a) os dividendos, os juros e outros rendimentos (direitos patrimoniais); (b) os direitos de voto (direitos políticos); e (c) os direitos à subscrição ou aquisição de valores mobiliários do mesmo ou de diferente tipo. Apesar disso, não existe em Portugal ações com voto duplo, que são proibidas pelo artigo 384.º, n.º 5 do CSC<sup>721</sup>.

Michael Barclay e Clifford Holderness desenvolveram vários estudos na tentativa de conceber uma prova sistemática da existência de BPC extraídos pelos acionistas *insiders* nas vendas de controlo, ao estudarem o preço das transações que envolvem grandes blocos de ações ordinárias (fora de mercado), por comparação com o preço das ações transacionadas no mercado. Num universo de 106 transações de pelo menos 5% das *common stock* de sociedades abertas, cujas participações circulavam nos EUA na New York Stock Exchange (NYSE), na American Stock Exchange (AMEX) e em mercado OTC, entre 1978 e 1982, Michael Barclay e Clifford Holderness chegaram, à conclusão de que em transações de grandes blocos de participação existia um prémio (em média, correspondente 20%, representando cerca de 4% do *equity* da sociedade) face ao *exchange price* em cerca de 80%

---

<sup>720</sup> Pense-se no caso da celebração de acordos parassociais para o exercício conjunto de direitos de voto, em que dois acionistas entram em conluio para dominar uma sociedade. Ou, num caso típico das PME's fechadas — embora em teoria não seja de excluir no caso das sociedades abertas —, a previsão de direitos especiais dos acionistas, nos termos do artigo 24.º do CSC, que permitam o exercício de controlo pelos acionistas respetivos, por exemplo, por assegurar um lugar no conselho de administração (em conjunto com a detenção do poder de nomear o restante conselho, pela detenção da maioria dos direitos de voto. Mas mais, o controlo de uma sociedade pode nem passar pela detenção de qualquer direito de voto, mas pela celebração de contratos, como acontece no contrato de subordinação — não se podendo, no entanto, descurar a sua irrelevância prática. Acresce no entanto, que o próprio regulador reconheceu a existência de outros modos de controlar uma sociedade que não pelo direito de voto e disso mesmo resulta a disciplina dos artigos 20.º e 21.º do CVM (que são, como é sabido, comuns nos ordenamentos jurídicos dos Estados-Membros), pelo que a existência de um prémio na transação de não se poderá inferir que o prémio pago pelo voto corresponde necessariamente ao valor do controlo.

<sup>721</sup> Neste sentido, qualquer tentativa de apuramento do prémio do controlo através deste método, poderia passar pela figura similar que se encontra prevista no nosso ordenamento jurídico: as ações preferências sem voto, previstas nos artigos 341.º e ss. do CSC. No entanto, tal revelar-se-ia extremamente difícil. Desde logo, note-se que seria complicado calcular o valor económico subjacente à prioridade dos dividendos a receber. Por outro lado, o facto de essas ações se poderem vir a converter em ações com voto, também tem um valor económico que, embora difícil de determinar, não pode ser descurado. Só após retirar estes valores à ação preferencial sem voto, bem como o valor adicional de dividendo que fosse prevista, se estaria em condições de comparar o valor do voto. Tudo visto e dadas as dificuldades, o valor apurado seria sempre extremamente artificioso. Veja-se, a propósito, o estudo de LUIGI ZINGALES, «The value of the voting right... cit., p. 125, [www.faculty.chicagobooth.edu](http://www.faculty.chicagobooth.edu).

dos casos e, face ao *exchage price* após o anúncio da decisão de lançamento em cerca de 20%, indicando que a extração de BPC pelos adquirentes. Consideraram que este prémio se devia ao valor de benefícios privados associados ao controlo de sociedades abertas<sup>722</sup> e que o valor desse prémio exponenciava. Os BPC acabam por se refletir no preço pago pelo controlador quando este adquire o controlo de uma sociedade, através do prémio<sup>723</sup>, o que demonstraria a existência de um valor autónomo do controlo<sup>724</sup>.

Na mesma linha, defenderam Paul Hanouna, Atulya Sarin e Alan C. Shapiro<sup>725</sup> que a diferença entre o preço pago entre transações participações maioritárias e o preço em transações de participações minoritárias corresponde ao prémio de controlo, que por representar o valor do controlo para os vendedores e para os adquirentes corresponde, no seu entender, aos BPC. Os autores<sup>726</sup> explicam os seus passos da seguinte forma: «[n]ext we match the minority and majority transactions based on the industry, year of the deal, attitude of the deal (hostile or not), and the country of the target. Then we compare the premiums paid for acquiring the minority and majority positions; the difference between the two is our measure of the control premium».

Esta metodologia baseia-se no entanto na ideia de que o prémio pago é todo (ou maioritariamente) em virtude da extração dos BPC, sendo várias as críticas que têm sido apontadas a esta conceção<sup>727</sup>. O primeiro e principal argumento dado consiste naquele que determina que o prémio de controlo não reflete apenas o valor do controlo, mas é composto por mais elementos. Esta é a razão de Miguel Cancela de Abreu<sup>728</sup> criticar a corrente que existir uma equivalência entre o prémio pago numa aquisição do controlo e o valor do próprio

---

<sup>722</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, «Private Benefit... cit., p. 373 [371-395].

<sup>723</sup> «It is also questionable that the empirical studies measure pecuniary PBC precisely. All estimates are based on the difference in market price between controlling and non-controlling stock as an indication of the control premium. This evidence tells us neither whether non-controlling stock is worth less because of PBC extraction nor whether other PBC are included in the reservation price for controlling stock. In addition, these data provide no information on PBC in management-controlled companies». ALESSIO M. PACCES, *Control Matters...* cit., p. 6.

<sup>724</sup> Acerca do assunto, vide PAUL HANOUNA, ATULYA SARIN e ALAN C. SHAPIRO, *Value of Corporate Control...* cit., pp. 6 e ss., que concluem, nas pp. 19 e 20, que o valor do controlo deriva de duas formas: a) os benefícios gerados para todos os sócios através da melhoria do desempenho económico da sociedade; e b) através dos benefícios gerados em detrimento dos restantes sócios.

<sup>725</sup> PAUL HANOUNA, ATULYA SARIN e ALAN C. SHAPIRO, *Value of Corporate Control...* cit..

<sup>726</sup> PAUL HANOUNA, ATULYA SARIN e ALAN C. SHAPIRO, *Value of Corporate Control...* cit., p. 5.

<sup>727</sup> Por exemplo, por GIOVANNA NICODANO e ALESSANDRO SEMBENELLI, «Private Benefits, Block Transaction Premiums... cit., p. 3, que procuram demonstrar que só quando não é esperada uma alteração (mesmo nenhuma) ao nível dos lucros e seja transferido um bloco de ações que confira total controlo da empresa. Desta forma, concluem que o prémio de controlo não é um método para avaliar o valor dos BPC, já que através deste método não é possível verificar a o valor de lucros esperado.

<sup>728</sup> MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados...* cit., pp. 21 e 24.

controle. A metodologia enunciada reporta-se apenas ao *acquisition premium*, quando o prémio pago integra, normalmente, a componente do *acquisition premium* e a do *control premium*. Por se tratar de componentes diversos do preço, o prémio de aquisição e o prémio do controle são adicionados ao valor real estimado da empresa consoante a oportunidade do negócio, no preço pago pelo oferente, sob uma única forma: o prémio ou o prémio de controle *lato sensu*.

O método do apuramento do valor dos BPC através de uma estimativa derivada da diferença entre o preço de transferência de grandes blocos de ações e o valor de mercado pós-anúncio preliminar, constitui uma derivação do método explicado, tendo também sido desenvolvido por Michael Barclay e Clifford Holderness<sup>729</sup> e assentando no mesmo princípio: de que os BPC se mede através do prémio pago. Através deste, pretende-se medir os BPC através da diferença entre o preço de transferência de grandes blocos de ações e o valor de mercado pós-anúncio preliminar. Nesta metodologia, o prémio é segmentado em três partes<sup>730</sup>: (i) o preço da ação no dia anterior ao do anúncio preliminar; (ii) o preço proposto para a contrapartida na transferência da participação maioritária; e (iii) o preço da cotação no pós-anúncio, que reflete os benefícios que são esperados sob a nova liderança do controlador para todos os *shareholders* na sua proporção<sup>731</sup>. Assim, a diferença entre o preço negociado por ação de um bloco de controle e o preço da ação no dia anterior ao do anúncio preliminar representa o prémio de controle. Por outro lado, a diferença entre o preço da ação no dia anterior ao do anúncio preliminar transmitidas e o *negotiated sale price of the privately held* blocos de controle representa o prémio de aquisição que corresponde ao valor de alterações esperado pelo aparecimento de uma nova administração. Por último, a diferença entre o *negotiated price* de blocos de controle e o preço pós-anúncio de ações publicamente transmitidas representa a diferença entre o preço dos controladores e o preço dos *outsiders*, representando exclusivamente o valor dos benefícios que só ao controlador aproveitam e, portanto, o valor do controle.

---

<sup>729</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, em «The law of large-block... cit., pp. 265-294.

<sup>730</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, «The law of large-block trades», in *Jornal of Law & Economics*, vol. 35, 1992, p. 269 [265-294], disponível em <https://www.bc.edu>.

<sup>731</sup> MICHAEL BARCLAY e CLIFFORD HOLDERNESS, «The law of large-block trades», in *Jornal of Law & Economics*, vol. 35, 1992, p. 269 [265-294], disponível em <https://www.bc.edu>, concluindo que quando os preços de transmissão são superiores aos do pós-anúncio, é porque os adquirentes antecipam extrair BPC. Quando estes são superiores aos pré-anúncio, o prémio de aquisição reflete os BPC e/ou os *shared benefits of control*.

Em 1991, Wayne Mikkelson e Hailu Regassa<sup>732</sup>, calcularam o prémio pela diferença entre o preço pago por ação e o «*closing share price*» pago dois dias após o anúncio da transação. Dividiram esta diferença depois pelo *closing price* dos dois dias subsequentes à apresentação do anúncio e chegaram à conclusão de que, nas *secondary block purchase*, o valor do prémio foi em média 9.2 %, enquanto que nas *block repurchase*, essa média foi de 13.2%<sup>733</sup>, contrariamente ao que acontecera no método utilizado por Barclay e Holderness, que concluíram por um prémio no valor de 20%<sup>734</sup>.

Em 2001, Alexander Dyck e Luigi Zingales<sup>735</sup> observaram 393 vendas de controlo por 39 países utilizando a mesma metodologia em transações fora de mercado (*privately negotiated transfer*) de blocos de controlo e chegaram à conclusão de que nos EUA, o prémio de controlo corresponde a uma média de 1%<sup>736</sup>. São eles que defendem que os países onde há maior proteção dos sócios *outsiders* é onde o prémio de controlo é mais pequeno.

Esta metodologia, dificilmente poderia ser transposta para o mercado de capitais nacional devido à regra da OPA obrigatória. Atendendo à *highest price rule*, prevista no artigo 188.º, n.º 1, alínea a) do CVM, tipicamente os adquirentes do controlo já se preparam para distribuir o prémio pelos restantes acionistas. No entanto, ainda assim, poderia ser aplicável nos casos de uma sociedade com estrutura dispersa em que a aquisição de participações abaixo dos limiares da OPA obrigatória transmitisse com ela controlo. A dificuldade reside, na identificação das transações que transmitem o controlo. Esta teoria considera que a diferença entre o preço pago pela participação de controlo e o preço das ações depois do anúncio da transação representará exclusivamente o valor BPC<sup>737</sup>. No entanto,

---

<sup>732</sup> WAYNE MIKKELSON e HAILU REGASSA, «Premiums Paid... cit., p. 512.

<sup>733</sup> WAYNE MIKKELSON e HAILU REGASSA, «Premiums Paid... cit., p. 511. Veja-se que geralmente, o mercado reage bem às aquisições de empresas, embora a reacção às reaquisições não seja tão positiva, tal como é comprovado pela tabela 2 do estudo de WAYNE MIKKELSON e HAILU REGASSA, *idem*, p. 513

<sup>734</sup> Os próprios WAYNE MIKKELSON e HAILU REGASSA, «Premiums Paid... cit., pp. 516 e 517, nota 8, constataam este facto, procurando justificá-lo com um maior agregado de exemplos, em que as operações tiveram, em média, o dobro do valor das operações estudadas por BARCLAY e HOLDERNESS.

<sup>735</sup> ALEXANDER DYCK e LUIGI ZINGALES, «Private benefits... cit., que apresentam e sistematizam vários métodos de avaliação dos BPC (pp. 1 e ss.).

<sup>736</sup> ALEXANDER DYCK e LUIGI ZINGALES, *Control Premiums and effectiveness of corporate governance systems*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 16, Issue 2-3, Spring 2004, 2005, p. 52, disponível em [www.faculty.chicagobooth.edu](http://www.faculty.chicagobooth.edu) afirmam que «[t]he earliest, single-country studies concluded that voting rights tend to be worth 10% to 20%, on average, of the value of common stock, with countries such as the United States (5.4%), Sweden (6.5%), and the United Kingdom (13.3%) reporting relatively low premiums, moderate premiums in Switzerland (20.0%) and Canada (23.3%), and much higher premiums in countries like Israel (45.5%) and Italy (82.0%)».

<sup>737</sup> MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados... cit.*, p. 7, que se trata da doutrina mais acertada.

como destacou Miguel Cancela de Abreu<sup>738</sup> — apesar de considerar o método com maior «razoabilidade das premissas em que se baseia» — o preço pós-anúncio preliminar não reflete proporcionalmente os *shared benefits* e não é consistente com o mercado em concorrência, devido às assimetrias de informação<sup>739</sup> e expectativas dos acionistas.

XXX. Em 2010, começou um novo ciclo de fusões e aquisições no mercado português, após a estagnação sofrida desde o início da crise em 2007/2008<sup>740</sup>. Sendo relativamente pacífica nos dias de hoje a existência de um valor autónomo do controlo, considerou-se<sup>741</sup> ser também possível calcular os BPC através de uma equivalência entre o prémio pago na aquisição do controlo e o valor do próprio controlo. No entanto, o cálculo do prémio de controlo é especialmente complexo quando as transações envolvem pagamentos não monetários, o que acontece com bastante frequência, e que podem muito bem fundamentar a existência do prémio do controlo. Cumpre ainda recordar que a aquisição do controlo por um sócio é um tema complexo e controverso. Determina o n.º 1 do artigo 187.º do CVM que o sócio se torna controlador quando, passa a deter uma participação social à qual correspondem pelo menos de um terço dos direitos de voto, por referência ao capital social da sociedade (não correspondendo a sua situação a nenhum dos casos de derrogação da OPA obrigatória), ou de forma inilidível, adquire um conjunto de direitos de voto superior a metade da totalidade dos direitos de voto disponíveis. Assim, será considerada minoritária uma transação em que o sócio detenha menos de 30% dos direitos de voto antes e depois de concluída a transação<sup>742</sup>, ou quando, sendo um sócio minoritário antes da transação, após esta

---

<sup>738</sup> MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados... cit.*, p. 27.

<sup>739</sup> Note-se que assimetrias de informação não diz apenas respeito a factos objetivos mas também, quanto a estimativas económicas e implicações no negócio de factos consumados. GOSHEN ZOHAR and ASSAF HAMDANI, «Concentrated Ownership ... cit.», p.11.

<sup>740</sup> Para um resumo, vide ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito... cit.*, pp. 127-155. JOÃO CUNHA VAZ, *A OPA e o Controlo Societário. A Regra de Não Frustração*, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 308-315, que classifica o mercado português (p. 327) como tendo um baixo número de sociedades admitidas à negociação, existindo uma forte concentração de capital, um diminuto papel dos investidores institucionais, um elevado número de participações cruzadas e uma reduzida liquidez do mercado. Tal leva a que, como notou o autor, «seja escasso o protagonismo do mercado do controlo societário no governo das sociedades nacionais, apesar de o legislador nacional ter dado indícios claros no sentido de tentar promover as OPA e o funcionamento daquele mercado ao impor a regra da não frustração da oferta como vinculativa».

<sup>741</sup> CLIFFORD HOLDERNESS e DENNIS SHEEHAN, «The role of majority... cit.», pp. 327-333 [317-346], utilizaram o *standart event-study methodology*, concluindo que o impacto no preço das ações é superior quando a transação envolve pessoas singulares. Mesmo assim, consideramos que o preço a atender deverá ser o das ações dos *outsiders*, pós-transferência e não após o anúncio. O impacto que o anúncio de uma transferência de controlo (ou de uma OPA) provoca no preço das cotações das ações (em virtude do aumento da procura) acaba por distorcer o verdadeiro valor que as ações representam no mercado.

<sup>742</sup> PAUL HANOUNA, ATULYA SARIN e ALAN C. SHAPIRO, *Value of Corporate Control... cit.*, p. 5.

se mantenha, ainda que detentor de mais de 30% dos direitos de voto, detentor de menos de 50% dos direitos de voto e a sua situação seja incluída em uma das situações de derrogação da OPA obrigatória previstas. Como já foi notado<sup>743</sup> e resulta do que até aqui se escreveu, este método parte do pressuposto que uma participação inferior a 30% do capital não detém o controlo e que uma participação superior a 50% do capital já o detém, o que, não é necessariamente esse o caso, como se demonstrou acima e noutro local<sup>744</sup> e tem sido largamente demonstrado pela doutrina nacional<sup>745</sup>.

\*\*\*

XXXI. A recolha de dados e os métodos que têm sido propostos pela doutrina para apurar do valor do prémio de controlo não permitem chegar, com rigor, a conclusões<sup>746</sup>. As divergências doutrinárias advêm de vários fatores<sup>747</sup>, desde logo, em como estabelecer a diferença entre o valor da sociedade (*valor atual*) e o valor da alteração do controlo (*valor futuro*), que reside numa função de sinergias e ações específicas que serão implementadas pela nova administração, sendo que, mesmo os segundos, não podem ser totalmente desvalorizados na avaliação de uma sociedade em mercado. Por outro lado, também não é certo que a diferença entre o valor das participações de controlo e minoritárias dependa de fatores ligados ao controlo, já que nem sempre uma participação maioritária incorporará, necessariamente, o controlo da sociedade.

Por outro lado, e na nossa opinião, a tentativa de *standardização* dos critérios esquece que o valor do preço da cotação (e da transmissão de participações sociais) não se assenta apenas em critérios exclusivamente ligados à sociedade, à administração e aos próprios acionistas em geral. Os demais *stakeholders*, fornecedores e clientes, bem como as características pessoais de cada um dos compradores e vendedores das participações da sociedade são características que não podem ser ignoradas, e por serem insuscetíveis de ser estabelecidas por critérios *standardizados*, universalmente aplicáveis a todas as sociedades.

---

<sup>743</sup> MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados... cit.*, p. 26.

<sup>744</sup> MANUEL SEQUEIRA, «OPA Obrigatória — Impacto ... cit.», pp. 61-150.

<sup>745</sup> Trata-se de um problema de imputação de direitos de voto, já referido *supra*.

<sup>746</sup> Neste sentido, KEVIN KREITZMAN, *The Value of Control... cit.*, p. 2.

<sup>747</sup> Esta terminologia que utilizaremos foi pela primeira vez proposta por KEVIN KREITZMAN, *The Value of Control... cit.*, p. 4.

Por essa não permitem chegar a resultados conclusivos. A base para uma análise razoável e relevante ainda não foi estabelecida.

Ainda mais, como já explicámos, existe uma variação da extração dos BPC entre países com diferentes estruturas de participações (estruturas mais concentradas ou mais diversificadas), mas, também, entre vários países com a mesma estrutura de participações. Esta variação dos BPC extraídos entre países com estrutura de participações sociais semelhante não parece poder ser explicada apenas com base nas diferenças substantivas existentes nas disposições que regulam as sociedades comerciais<sup>748</sup> ou nos sistemas de garantia do seu cumprimento. Naturalmente, a maior ou menor aplicação destas disposições, também varia quando se comparam os diversos países, contudo, como descobriu John C. Coffee<sup>749</sup>, estas vicissitudes não sistematicamente paralelas às variações na extração dos BPC. No entanto, as causas destas variações ainda não se encontram totalmente apuradas e ainda não foram expandidas pela doutrina<sup>750</sup>.

XXXII. Os métodos até agora propostos pela doutrina jurídica e económica não conseguem, com fiabilidade, demonstrar o valor dos BPC<sup>751</sup>. Os métodos que de seguida se apresentam, revelam sempre um fator ou desvantagem que nos motiva a excluí-lo como o método ideal para o cálculo dos BPC, sendo certo que a tarefa não se advinha fácil, desde logo, pela falta de informação que é característica dos BPC. Por outro lado, alguns daqueles, mesmo que pudessem ser tomados em conta para efeitos do cálculo, não poderiam ser aplicados ao mercado nacional de capitais, como se verá. Neste sentido, não nos caberá, no presente trabalho, a tarefa de calcular os BPC.

---

<sup>748</sup> É sugerido que se os ordenamentos jurídicos são, em matéria de direito das sociedades, bastante similares pela Europa e se o esforço agregado de execução (público e privado) cede perante aqueles que são realizados nos EUA, deveríamos olhar para mais do que a lei e apelar às normas sociais para explicar as diferenças de performance entre os países escandinavos, alemães, franceses e de *common law*. JOHN C. COFFEE (JR.), *Do Norms Matter?*... cit., p. 18.

<sup>749</sup> JOHN C. COFFEE (JR.), *Do Norms Matter?*... cit., p. 29.

<sup>750</sup> JOHN C. COFFEE (JR.), *Do Norms Matter?*... cit., p. 29.

<sup>751</sup> PEDRO MAIA *Voto e corporate governance*...cit., p. 516 e, também assim, MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados*... cit., p. 27, distingue que tal se deve a «toda» a prova dos BPC ser «indiciária e, portanto indireta», não existindo uma «prova objetiva do seu valor». Consideramos contudo, que não é a prova da extração de BPC que em si é indiciária e indireta. Se uma sociedade dominante celebra com a sociedade dominada um contrato pelo qual comprou um bem abaixo do preço de mercado, o BPC que teve foi o correspondente à diferença entre o preço de mercado e o preço praticado, sendo facilmente comprovável, quando o contrato se encontrar disponível. Mais difíceis serão os casos de extração de BPC pelo prémio na transmissão de controlo, uma vez que estes representam o poder de extrair *distortionary e diversionary* BPC, pelo que a prova (i) do valor da sociedade; (ii) da componente do prémio extraída a esse título; e (iii) e o nexo de causalidade necessário para fazer essa imputação serão, sim, apenas indiciariamente comprováveis.



Reconhecidas as dificuldades relativas ao prémio e aos BPC que o integram e através dele são extraídos pelo acionista alienante do controlo, um estudo cabal sobre o assunto não poderia deixar de fazer uma tentativa de *quantificação* dos valores que afinal representam estes institutos, por forma a avaliar a sua pertinência jurídica e económica e fomentar assim o seu desenvolvimento. Carecendo — reconhecidamente — de conhecimentos económicos que nos permitissem propor um novo método de cálculo dos BPC, recorreremos aos conhecimentos que se encontram relativamente estabilizados para proceder a essa observação empírica. É posição maioritária na doutrina jurídica e económica (embora tal seja contestado, como vimos) que o prémio consiste na diferença entre a participação maioritária e minoritária, sendo que a cotação de uma sociedade é geralmente associada ao *minority interest price*. Neste sentido, e perante a análise das OPAs que tiveram lugar no palco nacional, não foram raras as vezes (sendo aliás, um elemento destacado) que vimos referência, nos documentos das ofertas, ao «prémio» incorporado na contrapartida. Assim, fomos verificar nos anúncios de lançamento, prospectos e relatórios do conselho de administração das sociedades visadas por OPAs obrigatórias entre o ano 2000 e 2014, que se encontram disponíveis no separador «Sistema de Difusão de Informação: Emitentes» do sítio *online* ([www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)) da CMVM, qual o prémio que (cálculo pelos *players*) do mercado, incorporava em cada uma das ofertas e chegámos à conclusão de que não existe regra. Tipicamente, o prémio é calculado por referência à média ponderada de cotações da sociedade visada por um período de tempo de antecedência face ao dia da publicação do anúncio preliminar (no dia da publicação, três, seis e doze meses anteriores), sendo os resultados desses períodos apresentados, consoante os interesses de quem os apresenta<sup>752</sup>.

Neste sentido, para dar alguns exemplos (entre muitos outros que poderiam ser dados), na oferta lançada, o Relatório do Conselho de Administração da FISIPE - Fibras Sintéticas de Portugal, S.A.<sup>753</sup>, a valorização face à média da cotação dos últimos 6 meses corresponde a 45%. Já no Relatório do Conselho de Administração<sup>754</sup> da Companhia de Seguros Mundial-Confiança, S.A. sobre a OPA anunciada pela Parbanca, SGPS, S.A. a valorização face à média da cotação dos últimos 6 meses corresponde a 14%. Seria muito interessante a realização de um estudo de âmbito nacional para apurar a média do prémio que é proposto no

---

<sup>752</sup> Embora o prémio perante a cotação média dos últimos 6 meses seja o critério comum, atendendo à formulação do artigo 188.º, n.º 1, do CVM.

<sup>753</sup> Emitido a 17.04.2012 (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt), onde se apresenta uma comparação com o dia anterior, última semana, último mês, últimos 3 meses e últimos 6 meses.

<sup>754</sup> Emitido a 4.05.2000 (disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)).

âmbito da OPA obrigatória. O valor de BPC extraídos estimado por Dyck e Zingales<sup>755</sup> em 2004, que (recorde-se) observaram 393 vendas de controlo por 39 países utilizando a metodologia das *privately negotiated transfer* de blocos de controlo e chegaram à conclusão de que em Portugal os BPC extraídos correspondem a cerca de 20% do valor da sociedade. Contudo, este valor não pode ser tomado em consideração, uma vez que o objecto da análise só tomou em consideração duas sociedades, como notou Pedro Maia<sup>756</sup>.

---

<sup>755</sup> ALEXANDER DYCK e LUIGI ZINGALES, «Private benefits... cit.. Foi com base nestes resultados que foi realizado o já referido estudo encomendado pela Comissão Europeia sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/EC das OPAs à MARCCUS PARTNERS, denominado «*The takeover bids directive assessment report*» (v. pp. 121 e ss.), disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

<sup>756</sup> PEDRO MAIA *Voto e corporate governance...*cit., p. 500.

## CONCLUSÕES

Do estudo realizado resulta, no nosso entender, que no âmbito da OPA obrigatória subsequente, apenas *parte* do prémio deverá ser distribuído pelos acionistas, e não a sua totalidade, como pugna a generalidade da doutrina. O fundamento da distribuição do prémio de controlo não pode ser outro que não o de proceder a uma compensação dos *insiders* pela «expropriação» (não jurídica, mas patrimonial) que sofreram em virtude da extração dos BPC pelo anterior controlador, conferindo-lhes um valor justo e equitativo pela sua participação social no momento de saída. Sobretudo, deve por isso ser considerada na distribuição a parte do prémio correspondente ao prémio de controlo *stricto sensu*. Quando se dispõe a pagar um prémio ao acionista que lhe vende o controlo, o adquirente paga um valor que estima corresponder aos benefícios que poderá vir a extrair em virtude da posição de controlo que irá assumir, acrescidas de eventuais sinergias. Diferentemente, o acionista alienante, ao transmitir a sua participação social, faz um juízo sobre um preço que atribui um valor aos ativos da sociedade, aos direitos políticos das ações, aos benefícios do controlo e aos BPC, dispondo de mais informação.

Deste modo, tivemos oportunidade de explicar que a falta de justificação devida e a não equidade da contrapartida podem dever-se, desde logo, à insuficiência do seu valor. A contrapartida será insuficiente quando não respeite os pressupostos do n.º 1 do artigo 188.º do CVM ou os casos em que se verifica a presunção da alínea *a)* do n.º 3 do artigo 188.º. Foi sobretudo esta a situação que o legislador teve em mente no momento da adoção, no espaço europeu, da OPA obrigatória com este concreto regime de contrapartida. Se por um lado se

pretendia atribuir um direito de saída aos *outsiders*, por outro, pretendia-se que esse direito se materializasse para que aqueles não saíssem prejudicados.

Na realidade, tendo-se baseado no *Takeover Code*, que regula um mercado de estrutura de capital maioritariamente disperso, a disciplina das OPAs prevista na Diretiva 2004/25/CE, posteriormente transposta para os regimes nacionais, parte do princípio de que «a situação típica das sociedades abertas no mercado — principalmente na bolsa — é a de dispersão de capital por um número indeterminado de acionistas anónimos, nenhum dos quais detenha uma posição de domínio»<sup>757</sup>. Configurou-se uma máxima proteção dos acionistas *outsiders*, na tentativa de que não fossem prejudicados pela situação potencialmente precária em que ficam colocados pela constituição *ex novo* de situações de controlo. Tal motiva Javier Garcia de Enterría<sup>758</sup> a afirmar que a OPA obrigatória faz sentido numa sociedade de capital disperso mas não num mercado em que as sociedades de capital sejam maioritariamente concentradas. Portanto, no seu entender a OPA obrigatória só faria sentido no caso da criação das participações de controlo *ex novo*, porque na inexistência de controlo, sendo todas as ações da mesma categoria bens fungíveis, o adquirente deveria tratar todos os acionistas por igual.

Não vamos tão longe. Julgamos que a OPA obrigatória se revela um mecanismo essencial de proteção dos acionistas *outsiders*, mesmo que na mera transmissão de controlo, porquanto os pressupostos da sua decisão de investimento sofrem vicissitudes importantes. Deste modo, apesar de no mercado de capitais nacional, os *outsiders* — tipicamente investidores de participações financeiras que visam apenas o lucro e distanciam-se propositadamente das funções de gestão — adquirirem as ações em sociedades, na maioria das vezes, já controladas por terceiros, a verdade é que uma alteração na estrutura de controlo pode colocá-los numa situação precária, de prisão, inclusivamente, devido a falta de liquidez do mercado. Assim, é essencial garantir-lhes, não só o direito de saída, mas também uma contrapartida justa pela sua participação. Para tal, é curial assegurar, na aplicação do regime da contrapartida, que existe flexibilidade para a fixação de uma contrapartida que tenha em atenção as características concretas da estrutura societária da sociedade visada.

---

<sup>757</sup> PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, «Concertação de Accionistas, Exoneração e OPA Obrigatória em Sociedades Abertas», in *DSR*, Coimbra, Almedina, 2010, ano 2, vol. 3, p. 19 [11-48].

<sup>758</sup> JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *Mercado de Control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Estudios de Derecho Mercantil, Madrid, Civitas Ediciones, 1999, p. 41. Neste sentido, considera que nas sociedades de estrutura concentrada, «el único efecto tangible que produce en estos casos el régimen de OPA imperativa consiste en dificultar y en entorpecer la transmisión de las participaciones de control ya formadas y, con ello, las posibilidades de sustitución de los equipos gestores y directivos».

O regime jurídico da contrapartida, mediante a exigência de que esta reúna determinados critérios, expressos no artigo 188.º, n.º 2, através de conceitos indeterminados e sob uma aparência de cariz extremamente protetor dos acionistas *outsiders*, procura uma tal flexibilidade<sup>759</sup>: que permite atingir um valor justo, equitativo e economicamente justificado. Cumpre às entidades com competência para supervisionar e fixar o valor da contrapartida, fazer distinções quando tal se justifique, afastando as regras do artigo 188.º, n.º 1 do CVM, sem no entanto descurar as previstas no artigo 112.º. Mas outros fatores devem ser tidos em conta: se por um lado, a previsibilidade e segurança do mercado devem ser asseguradas, por outro, não se poderá descurar que a equidade é o princípio que rege todo o regime da contrapartida. E neste sentido, não se poderá permitir que, na aplicação do regime, se cheguem a situações não equitativas e injustas, em violação do princípio da igualdade. Assim, sob esse prisma, esse sentido, é possível que a contrapartida se venha a revelar excessiva (tal como previsto expressamente no n.º 2 do artigo 188.º do CVM).

Decorre do exposto que a contrapartida, tal como resultante dos critérios do n.º 1, não só poderá revelar-se insuficiente, como poderá revelar-se excessiva. A posição de controlo que ocupa o acionista controlador justifica que lhe seja dada uma contrapartida aquando da transmissão do controlo diferente daquela que é dada aos *outsiders*, na medida em que as suas posições são diferentes, bem como os investimentos que fazem no exercício dos seus direitos sociais. Perante a verificação de que a contrapartida não se encontra devidamente justificada ou não é equitativa, a CMVM, na qualidade de autoridade de supervisão, tem o papel essencial de restabelecer o equilíbrio da estrutura social, fazendo-o entre o oferente e os destinatários. Uma vez que, diferentemente do que se encontra previsto na Diretiva 2004/25/CE, o legislador nacional estabeleceu um regime de controlo da contrapartida bipartido, à CMVM caberá fazer o juízo das situações em que a contrapartida proposta não esteja de acordo com os requisitos legais, mas não terá o poder de *ius variandii* ou de fixar a contrapartida equitativa. Com efeito, a esta autoridade cabe um poder de controlo que «não consiste num poder de determinar o preço justo da oferta, mas antes num poder de apurar se o preço proposto [pelo oferente, recém controlador] se pode considerar aceitável para todos os

---

<sup>759</sup> JAAP WINTER (presidente), JAN SCHANS CHRISTENSEN, JOSÉ MARIA GARRIDO GARCIA, KLAUS J. HOPT, JONATHAN RICKFORD, GUIDO ROSSI e JOËLLE SIMON, *The High Level Group of Company Law Experts*, 2002, p. 49, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

acionistas, à luz dos critérios legais»<sup>760</sup>. Pelo que, quando no entender da CMVM a contrapartida não se encontrar devidamente justificada ou, se de acordo com o seu juízo discricionário, esta não for equitativa, deverá a esta recorrer à figura do auditor independente, o qual, com recurso aos métodos de avaliação de cariz técnico, terá competência para fixar a contrapartida.

O auditor tem, portanto, de apresentar uma contrapartida que seja justificada e equitativa, nos termos da lei, a ser oferecida no âmbito da OPA obrigatória (ou da voluntária que tenha de cumprir as condições da OPA obrigatória para obter a derrogação da OPA obrigatória). Para tal, é necessário que o auditor apresente o relatório ao público — para que o mercado tenha conhecimento e os destinatários possam, de forma informada, tomar posição quanto à oferta. Não faz sentido o oferente ter de justificar a sua contrapartida perante o mercado (e CMVM) e a entidade a quem a lei atribui os poderes de determinar a contrapartida mínima a oferecer pelo oferente não estar sujeita a algum tipo de controlo. Contudo, assegurar que apenas o montante correspondente ao prémio de controlo *stricto sensu* é distribuído por forma a compensar os *outsiders*, revela-se difícil de concretizar na prática. Desde logo, a lei parece estabelecer critérios mínimos para a contrapartida, mas não determina quaisquer critérios que auxiliem o auditor na determinação da mesma. Compreende-se, na medida em que a preocupação da lei é sobretudo a de proteger os acionistas *outsiders*. Por outro lado, preserva-se a reserva de competência do auditor.

Muito se tem escrito na doutrina económica sobre os diversos métodos de avaliação de empresas, tendo-se até então, chegado à conclusão de que, na sua maioria, encerram vantagens e desvantagens<sup>761</sup>, não existindo um método infalível. Assim, o trabalho do auditor independente passa, desde logo, por decidir, segundo o seu juízo técnico de *expertise*, qual o valor da sociedade resultante «da ponderação equilibrada dos vários métodos de

---

<sup>760</sup> PEDRO COSTA GONÇALVES, «Fixação da Contrapartida... cit., p. 58.

<sup>761</sup> No Comunicado da CMVM de 3 de Dezembro de 2014, onde informa o mercado da contrapartida mínima estabelecida pelo auditor independente para a OPA obrigatória preliminarmente anunciada pelo Futebol Clube do Porto, sobre as ações do Futebol Clube do Porto - Futebol, SAD (disponível em <http://www.cmvm.pt>), onde foi transcrito um excerto do relatório do auditor, sendo então transcrito o seguinte: «[p]erante as várias metodologias de avaliação ponderadas, concluímos que as limitações identificadas inerentes ao modelo dos dividendos e modelo dos múltiplos, conjugadas com o enquadramento histórico e económico-financeiro da FC Porto SAD, não permitem a sua utilização, motivo pelo qual não foram aplicados (...)». Neste sentido, o auditor decidiu utilizar o modelo de avaliação na ótica patrimonial e o modelo de avaliação baseado nos fluxos de caixa descontados.

avaliação»<sup>762</sup>. Posteriormente, o auditor limita-se a dividir o valor decorrente desta avaliação pelos diversos valores mobiliários objeto da oferta, atendendo às suas características concretas, designadamente diferentes categorias das ações e não se tendo em conta a distinção entre as posições que os *insiders* assumem face ao controlador.

Neste sentido, no apuramento do valor da sociedade realizado pelo auditor independente, este não consegue destacar<sup>763</sup> — por força das metodologias de cálculo tipicamente utilizadas, bem como da falta de informação — os seguintes componentes, que atrás vimos integrar o prémio de aquisição:

- (i) valor do controlo e da estabilidade do controlo, medido pela suscetibilidade e probabilidade de os *outsiders* ainda poderem vir a *adquirir* o controlo ao controlador, não ficando a transmissão do controlo exclusivamente dependente de ato próprio;
- (ii) valor que o adquirente acredita poder vir a melhorar na sociedade — *i.e.* o quanto a sociedade «vale» em potência — e que, por essa razão, está disponível para pagar pela aquisição do controlo dessa sociedade<sup>764</sup>;
- (iii) o valor dos *idiosyncrats* BPC ou seja, o valor *concreto e pessoal* que o acionista se dispôs a pagar pela aquisição daquela *concreta* ação, em virtude de vantagens para o acionista controlador, esse não se reflete para todo o mercado nem para os restantes

---

<sup>762</sup> No Comunicado da CMVM de 3 de Dezembro de 2014, onde informa o mercado da contrapartida mínima estabelecida pelo auditor independente para a OPA obrigatória preliminarmente anunciada pelo Futebol Clube do Porto, sobre as ações representativas do capital social do Futebol Clube do Porto - Futebol, SAD (disponível em <http://www.cmvm.pt>), onde foi transcrito um excerto do relatório do auditor, sendo então transcrito o seguinte: «[t]endo em consideração que os métodos de avaliação de empresas existentes são diversos e que todos eles enfermam de algumas limitações próprias, frequentemente opta-se por apresentar a avaliação como resultado da ponderação equilibrada dos vários métodos de avaliação».

<sup>763</sup> Embora numa realidade totalmente diferente, é assim que muitas vezes tem decidido o *Court* de *Delaware* nos EUA. Como é sabido, a maioria das sociedades cotadas americanas têm sede em *Delaware*, pelo que o *Court* de *Delaware* tem desempenhado um papel fundamental (e, por vezes, também controverso) no que respeita à avaliação das sociedades. E, no que respeita aos prémios envolvendo aquelas sociedades, «*no adjustments are permitted for changes that might be made by a new control shareholder and the company must be valued as a going concern with the assets and opportunities it has currently in place*». BRADFORD CORNELL, *Guideline Public Company Valuation and Control Premiums: An Economic Analysis*, 2013, pp. 3 e 4, disponível em <http://people.hss.caltech.edu>, num estudo sobre as decisões do *Delaware Court*. Porém, como nota o autor, nem sempre o *Delaware Court* tem no entanto decidido nesta linha: «*[w]hen interested parties are involved in a buyout transaction, the Delaware courts may choose to apply the «entire fairness» test, which is a higher standard. From a valuation perspective, the key part of the test is the fair price standard. As Gilson (1995) explains, the Delaware courts have ruled that when determining whether a price is fair under this standard the analyst must consider all relevant factors that may affect a company's stock value. One of those factors is the added price that a strategic buyer may offer for the firm. This includes the amount that such a buyer would pay for potential synergies*».

<sup>764</sup> Por exemplo, «*any synergies that might arise from a corporate control transaction cannot be included in the valuation. Accordingly, if a control premium is to be added to adjust for an implied minority discount, it should only take account of what is referred to (...) as financial control, not strategic control*». Bradford Cornell, *Guideline Public Company Valuation and Control Premiums: An Economic Analysis*, 2013, pp. 3 e 4, disponível em <http://people.hss.caltech.edu>.

acionistas e por estes não poderão ser compreendidas, exceto pelo valor económico traduzido no que por elas foi pago: ou seja, estas embora não necessariamente económicas, economicamente se evidenciam.

Este nosso entendimento no sentido da não distribuição do prémio de aquisição encontra ainda justificação adicional num argumento contabilístico. Hugo Ricardo Araújo<sup>765</sup> destaca que, do ponto de vista contabilístico, na aquisição de uma participação social, o *goodwill* está registado no ativo na sociedade adquirente, «não sendo por norma» refletido nas contas da sociedade participada. Tratando-se o acionista controlador de uma pessoa singular, não haverá sequer registo do *goodwill*, como se infere naturalmente. Mas também porque a avaliação que é feita da contrapartida, quando é realizada pelo auditor, tem por base o valor de mercado da sociedade. Ao definir a contrapartida, o auditor, que é independente, deve distanciar-se dos interesses, quer do oferente, quer dos acionistas livres para realizar uma avaliação objetiva da sociedade. O objetivo será «obter uma cifra, tão próxima quanto possível, do valor real da empresa» o qual será realizado através de critérios «baseados no valor contabilístico, valor de substituição, valor de liquidação, valor bolsista, valores com base no *price earnings*, entre outros». Uma avaliação desta natureza requer, «por contraposição à avaliação contratual, que o valor atribuído às participações sociais não tenha sido influenciado pelos reais interesses dos sócios, mas sim pelo seu objeto imediato, ou seja a participação social é avaliada destacada da esfera jurídica do sócio a que pertence»<sup>766</sup>. Contudo, contrariamente ao que sucede no âmbito da avaliação de sociedades fechadas, aqui, o auditor tem de tomar em atenção outros critérios.

Mas a desconsideração dos valores acima referidos, correspondentes ao prémio de aquisição, deve-se ainda a outras razões. É que elas não variam só em razão da alteração do valor da sociedade, mas na diferenciação que existe entre cada uma das participações, que o

---

<sup>765</sup> GUILHERME GARRIDO GASPAR, «A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas», in *RDS*, IV, n.º 2, 2012, p. 400 [381-438]

<sup>766</sup> Neste sentido, CARLA RODRIGUES GAMEIRO, A relação de troca de participações no âmbito da fusão de sociedades, Dissertação de Mestrado apresentada na Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, — Escola de Lisboa, 2014, p. 19, disponível em <http://repositorio.ucp.pt>, e Assim, também, DIOGO COSTA GONÇALVES, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2008, p. 139. Para uma perspetiva contabilística, vide JOSÉ HORTA OSÓRIO, *Da Tomada de Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português*, Almedina, 2001, pp. 81 e ss., nota 127, onde apresenta as várias metodologias de avaliação, agrupando-as em três categorias: (i) metodologias estáticas (ii) metodologias dinâmicas, e (iii) metodologias com abordagem do mercado de valores mobiliários.



auditor terá dificuldade em calcular por forma a estabelecer uma contrapartida equitativa para todos.

Por outro lado, do que acima expusemos, ao longo da nossa dissertação, resulta claro que o auditor também não consegue apurar o valor dos *distortionary* e *diversive* BPC. Uma vez que estes se traduzem na maioria das vezes em vantagens que são retiradas pelo controlador através do exercício de poderes de direção, mediante realização de operações de *cash flow tunneling* e *asset tunneling*, a falta de informação, que é controlada pelo controlador<sup>767</sup>) leva a que estas vantagens não sejam conhecidas pelos demais acionistas (devido a assimetrias de informação), nem pelo mercado e, por essa razão, insuscetíveis de contabilização<sup>768</sup>. Acresce que, até ao presente, as metodologias desenvolvidas para o cálculo dos BPC — baseadas no prémio de voto ou no prémio de controlo — têm gorado, não estabelecendo valores fiáveis e que sejam já suficientemente maduros para consciencializar os *players* do mercado.

Em resultado, que acontece é que a contrapartida não será determinada com equidade, na medida em que não tem em conta uma correta divisão das componentes da contrapartida, nos termos referidos. Tal motiva a que se divida o prémio todo, o que gerará situações de ineficiência económica, por esta oferta se revelar economicamente mais gravosa. Limita-se a concorrência (com todas as vantagens e desvantagens subjacentes), mas não se poderá esquecer que se perde eficiência do mercado, um dos objetivos do regime. E esta é certamente uma das razões para se dizer que as OPAs acontecem menos frequentemente nos Estados-Membros desde a transposição da Diretiva 2004/25/ CE<sup>769</sup>.

Não deve no entanto ser menosprezada a importância dos mecanismos, quer antecipatórios, quer corretivos da extração dos BPC. É que na venda de controlo, a avaliação da adequação do preço oferecido pelo adquirente do controlo (principalmente quando o controlo não é adquirido em seio de OPA), é realizada pelo acionista controlador alienante e, neste sentido, poderá essa avaliação não ser corretamente realizada, com prejuízo dos

---

<sup>767</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação... cit.», p. 121.

<sup>768</sup> Isso mesmo foi assinalado em 2002 no Relatório Winter, destacando as *related party transactions*, referidas *supra*. JAAP WINTER (presidente), JAN SCHANS CHRISTENSEN, JOSÉ MARIA GARRIDO GARCIA, KLAUS J. HOPT, JONATHAN RICKFORD, GUIDO ROSSI e JOËLLE SIMON, *The High Level Group of Company Law Experts*, 2002, p. 49, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

<sup>769</sup> EDDY WYMEERSCH, *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, Financial Law Institute Working Paper n.º 2008-01, 2008, p. 1, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1086987>.

acionistas livres. Ademais, estes mecanismos são complementares. Quanto maior a capacidade do ordenamento jurídico para limitar a extração dos BPC, menos prêmio de controlo *stricto sensu* existirá para distribuir em sede de OPA, o que tornará a aquisição mediante este procedimento, menos dispendiosa — e por isso, mais protetora dos acionistas livres, aumentar a concorrência e sacrificar de forma mais eficaz as administrações e controladores menos eficientes.

Repare-se que no início da nossa dissertação, começamos por identificar os BPC, os seus meios de extração e alguns meios de limitação desses benefícios. Na nossa opinião é nesse momento, *ex ante* que o legislador se deve focar para controlar os BPC, sendo que nos últimos anos têm sido realizados alguns progressos, no sentido da flexibilização desses mecanismos de limitação. Mesmo a própria jurisprudência, de forma generalizada, tem tomado consciência de certas situações abusivas.

Especialmente no que toca às disposições legislativas é necessário fazer o devido enquadramento legal de forma a fornecer aos investidores externos poderes para reclamar os lucros derivados da atividade da sociedade que legitimamente lhe pertençam, com menores custos associados à resolução de conflitos. A verdade é que as medidas para prevenir a extração de BPC podem a ter uma importância imensurável<sup>770</sup>. Já I. J. Alexander Dyck<sup>771</sup> afirmou que «*[w]ith effective legal protections, shareholders can by anonymous and diversified, the cost of funding investments projects is low and promising investments projects are funded*».

Nas vendas de controlo, como defendemos, o acionista controlador alienante tem a expectativa de retorno do poder correspondente aos BPC que tem capacidade de extrair. Neste sentido, ao tomar em consideração as regras da contrapartida na OPA (em especial, na OPA obrigatória), tentámos demonstrar em que situações poderá haver extração dos BPC por forma a se verificar, no caso concreto, quando a contrapartida é ou não excessiva. A aplicação desta conceção que assenta no exercício do direito de saída dos acionistas *outsiders* com direito a

---

<sup>770</sup> Estes mecanismos têm muitas vezes objetivo de limitar a aquisição do controlo através dos mecanismos *leverage*, a forma mais típica nos dias de hoje de adquirir o controlo. RONALD J. GILSON e ALAN SCHWARTZ, «Constraints on Private Benefits... cit., p. 5». A proibição das *dual class shares*, como acontece no ordenamento jurídico nacional, é justamente um exemplo, ao impedir um mecanismo de estabelecer a separação entre propriedade e controlo.

<sup>771</sup> I. J. ALEXANDER DYCK, «Ownership Structure, Legal Protections and Corporate Governance», in Boris Pleskovic e Nicholas Stern (eds.), 2000 Annual World Bank Conference on Development Economics, 2000, pp. 291-330, p. 4 da cópia (repaginada) disponível em <http://siteresources.worldbank.org>.

condições equitativas entre si e a uma contrapartida justa é compatível com o regime nacional em vigor. Caberá à autoridade do mercado e aos auditores designados, fazer o seu juízo de equidade e justificação nos termos descritos e não no entendimento de que os *outsiders* têm direito à melhor contrapartida possível<sup>772</sup>.

Neste sentido, destaca José Ferreira Gomes<sup>773</sup> que «[s]e o mercado se aperceber que os *insiders* estão a abusar da sua posição em prejuízo da sociedade (logo, dos *outsiders*), tenderá a descontar o valor das ações em conformidade». Assim, o dever de informação desempenhará um papel essencial num futuro desenvolvimento e aprimoramento das limitações à extração de BPC. Por outro lado, em sede de OPA, os deveres de informação para assegurar uma correta formação dos preços das cotações no *equity market*<sup>774</sup>.

Já foi defendido<sup>775</sup>, contudo, que a maior parte do prémio consiste no prémio de controlo *stricto sensu*<sup>776</sup>, na medida em que a tentativa de limitação dos BPC leva à queda dos prémios na sua generalidade. Teoricamente, tal significaria que nos casos em que ao controlador fosse totalmente proibida a extração de BPC, as participações sociais controladoras seriam transacionadas sem prémio e, existindo custos privados do controlo, aquelas seriam transmitidas «com desconto» face ao preço de mercado. Contudo, daquilo que já se apresentou acerca do prémio, já é possível apresentar uma conclusão diversa. Desde logo, a limitação à extração dos BPC *idiosyncratic* é insuscetível de ser realizada. Quando muito, seria possível limitar a sua extração pecuniária, mas já verificámos que estes podem ser meramente pessoais. Por outro lado, as possíveis vantagens que ocorressem em virtude de uma gestão de controlo mais eficiente, fundada numa nova administração da sociedade,

---

<sup>772</sup> Caberá depois ao tribunal aplicar as respetivas regras de responsabilidade, em casos de incumprimento. A Responsabilidade Civil no Âmbito de uma O.P.A», in IVM, DVM, vol. IV, Coimbra, Coimbra Editora, 2003, pp. 111-125, e in José de Oliveira Ascensão/Ruy de Albuquerque/Martim de Albuquerque/Pedro Romano Martinez (org.), *Estudos em homenagem ao Prof. Raúl Ventura*, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2003, pp. 181-195, embora mais focado no incumprimento da obrigação de lançamento.

<sup>773</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação... cit., p. 121.

<sup>774</sup> Neste sentido, expressamente quanto às transações entre partes relacionadas, JOSÉ FERREIRA GOMES, «Os deveres de informação... cit., p. 121. Como afirma o autor «[o]ra, se o acionista controlador tem poder de influência suficiente para determinar a conduta da administração na celebração do contrato, podemos assumir que usará essa mesma influência para assegurar que a informação sobre o mesmo não será divulgada».

<sup>775</sup> BARCLAY e HOLDERNESS, cit., pp. 371-395. Também assim, MIGUEL CANCELA DE ABREU, *Benefícios Privados do Controlo Societário*, tese apresentada no âmbito do Mestrado de Direito e Gestão em 2013, na Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa – Escola de Lisboa, p. 22, disponível em <http://repositorio.ucp.pt>.

<sup>776</sup> EDDY WYMEERSCH, *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, Financial Law Institute Working Paper n.º 2008-01, 2008, p. 5, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1086987](http://www.ssrn.com/abstract=1086987).

sempre poderiam, quando superiores aos custos privados de controlo, motivar a existência de um prémio face ao valor de mercado, ainda que a extração dos BPC pecuniários fosse totalmente limitada.

No n.º 6 do artigo 5.º da Diretiva 2004/25/CE, é atribuído aos Estados-Membros o poder de estabelecerem outros instrumentos destinados a proteger os interesses dos titulares de valores mobiliários, complementares à OPA obrigatória, desde que estes instrumentos não entrem em conflito com o desenrolar normal da oferta.

Encontramo-nos pois no momento de, com base na experiência retirada das OPAs obrigatórias ocorridas na Europa, preparar estes instrumentos alternativos de modo a de forma mais correta e com menos prejuízo para a eficiência económica do mercado, garantir a proteção cabal dos *outsiders*.

Todos os temas tratados ao longo da presente dissertação, localizando-se entre o *governance*, o *finance* e o *M&A*, têm impactos ou no dia-a-dia da sociedade ou constituem impactos muito materiais no âmbito das vendas de controlo.

Concluimos o nosso estudo com recurso a uma expressão de Harald Baum<sup>777</sup> que revela o quão desafiante é o tema:

*«The more one examines this fascinating topic from a comparative and interdisciplinary perspective, the more confusing it becomes: economies with similarly structured capital markets and ownership patterns have chosen opposing takeover regimes, while differently structured economies have opted for an identical regulatory model».*

Esperamos, pois, que o estudo seja tenha proporcionado uma nova perspetiva de discussão do regime das OPAs e da titularidade do prémio de controlo no palco nacional.

---

<sup>777</sup> HARALD BAUM, *Takeover Law... cit.*, p. 1.



## ABREVIATURAS

AAVV — Autores vários  
BPC — Benefícios Privativos do Controlo  
*BaFin* — *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*  
CC — Código Civil  
*CEMs* — *control-enhancing mechanisms*  
CIRE — Código de Insolvência e Recuperação de Empresas  
CJ — Coletânea de Jurisprudência  
CMVM — Comissão do Mercado de Valores Mobiliários  
*CNMV* — *Comisión Nacional del Mercado de Valores*  
*Consob* — *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*  
CPA — Código do Procedimento Administrativo  
CPTA — Código de Processo nos Tribunais Administrativos  
CRP — Constituição da República Portuguesa  
CVM — Código dos Valores Mobiliários  
DVM — Direito dos Valores Mobiliários  
DSR — Direito das Sociedades em Revista  
*EBITDA* — Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization  
*ECGF* — *European Corporate Governance Forum*  
*ECGI* — *European Corporate Governance Institute*  
EUA — Estados Unidos da América  
*FEEM* — *Fondazione Eni Enrico Mattei*  
IVM — Instituto dos Valores Mobiliários  
JO — Jornal Oficial  
LBO — *Leveraged Buyouts*  
*LFMR* — *Law and Financial Markets Review*  
*LMV* — *Ley de Mercado de Valores* de 1988 espanhola  
*LSE* — *London School of Economics*  
*MBO* — *Management Buyout*  
MVM — Mercado dos Valores Mobiliários  
*OECD* — *Organisation for Economic Co-operation and Development*  
OPA — Oferta Pública de Aquisição  
*OTC* — *Over-the-counter*  
p./ pp. — página/páginas  
PME's — Pequenas e médias empresas  
*PSI-20* — *Portuguese Stock Index* — 20  
RDS — Revista de Direito das Sociedades  
ROA — Revista da Ordem dos Advogados  
Regulamento da *WpÜG* — *WpÜG-Angebotsverordnung*

SEC — *Securities and Exchange Comission*  
ss. — seguintes  
STA— Supremo Tribunal Administrativo  
*Takeover Code* — *City Code on Takeover and Merger* do Reino Unido  
*Panel* — *Takeover Panel*  
TCA do Sul — Tribunal Central Administrativo do Sul  
*TUF* — *Testo Unico della Finanza* italiano  
UE — União Europeia  
*WpÜG* — *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*





## BIBLIOGRAFIA CITADA

- ABREU, JORGE M. COUTINHO DE,  
— Diálogos com a Jurisprudência: I – Deliberações dos sócios abusivas e contrárias aos bons costumes», in *DSR*, ano I, vol. 1, 2009;  
— *Curso de Direito Comercial*, vol. II, 3.<sup>a</sup> edição, Coimbra, Almedina, 2010;  
— Código das Sociedades Comerciais em Comentário, n.º 1, Coimbra, Almedina, 2010;  
— *Governança das sociedades comerciais*, 2.<sup>a</sup> edição, Almedina, Coimbra, 2010;  
— «Negócio entre sociedades e partes relacionadas (administradores, sócios)», in *DRS*, ano 5, v. 9, 2013, pp.13-25;
- ABREU, JORGE M. COUTINHO e MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, *Grupos de Sociedades, Aquisições Tendent ao Domínio Total*, Almedina, Coimbra, 2003;
- ABREU, MIGUEL CANCELA DE, *Benefícios Privados do Controlo Societário*, tese apresentada no âmbito do Mestrado de Direito e Gestão em 2013 na Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa — Escola de Lisboa, disponível em [www.repositorio.ucp.pt](http://www.repositorio.ucp.pt);
- ADAMS, RENÉE e FERREIRA, DANIEL, «One share, One vote: the empirical evidence», 12 *Review of Finance*, 2008, pp. 51-91, disponível em [www.personal.lse.ac.uk](http://www.personal.lse.ac.uk);
- ALBUQUERQUE, PEDRO e PEREIRA, MARIA LURDES, «A responsabilidade civil das autoridades reguladoras e de supervisão por danos causados a agentes económicos e investidores no exercício de e actividades de fiscalização ou investigação», *O Direito*, Ano 126.º, Tomo I, 2004, Almedina, Coimbra, pp. 89-130;
- ALBUQUERQUE, PEDRO DE,  
— «A Vinculação das Sociedades Comerciais por Garantias de Dívidas de Terceiros», in *ROA*, ano 57, 1997, pp. 689 e ss., disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt);
- «Da Prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas de outras entidades», in *ROA*, ano 59, 1999, pp. 69 e ss., disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt) (dividido em duas partes);
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., «El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil. Y la alteración sobre la proporcionalidade entre participación en el capital y derecho de voto», in *Noticias de la Unión Europea*, 2008, pp. 21-24;
- ALMEIDA, ANTÓNIO PEREIRA DE,  
— «Sociedades Abertas», in *IVM, DVM*, vol. XI, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, pp. 9-49;  
— *Sociedades comerciais e valores mobiliários*, Coimbra, Coimbra Editora, 2008;
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE,  
— «Direito a dividendos no âmbito de Oferta Pública de Aquisição de acções» in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, pp. 29 a 89  
— *OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, Estudos do IVM, 2013, disponível em [www.institutovaloresmobiliarios.pt](http://www.institutovaloresmobiliarios.pt);
- ALMEIDA, MARTA CRUZ DE, «O dever de defesa do Mercado», in *DVM*, v. VI, Coimbra, Coimbra Editora, 2003;
- AMARAL, DIOGO FREITAS DO, *Curso de Direito Administrativo*, vol. II, 2.<sup>a</sup> ed., Almedina Editora, 2012;

- ANDRADE, MARGARIDA COSTA, in COUTINHO DE ABREU (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Coimbra, Almedina, 2012;
- ANTUNES, ANA FILIPA MORAIS, «O Instituto da Aquisição tendente ao domínio total», in *Nos 20 anos do CSC: Homenagem aos Professores Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier*, vol. II, pp. 203-253
- ANTUNES, JOÃO TIAGO MORAIS, *Do contrato de depósito escrow*, Coimbra, Almedina, 2005;
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA,
- «A empresa como objecto de negócios — «Asset Deals» versus «Share Deals»», in *ROA*, vol. 2 e 3, n.º 68, 2008, pp. 715-793;
  - «A transmissão da empresa e o seu regime jurídico», *Revista da Faculdade de Direito — UFPR*, Curitiba, n.º 48, 2008, pp. 39-85;
  - «A Igualdade de Tratamento dos Accionistas na OPA», in *DSR*, Coimbra, Almedina, ano 2, vol. 3, 2010, pp. 87-111;
  - *An Economic Analysis of Portuguese Corporation Law — System and Current Developments*, disponível em [www.estig.ipbeja.pt](http://www.estig.ipbeja.pt);
  - *A aquisição tendente ao domínio total - da sua constitucionalidade*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001;
  - *Instrumentos Financeiros*, Coimbra, Almedina, 2009;
  - *Os Grupos de Sociedades*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2005.
  - «Os poderes nos grupos de sociedades — O papel dos accionistas e dos administradores na formação e na direcção da empresa de grupo», *Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2002, pp. 153-165;
- ARAÚJO, HUGO RICARDO, «A Oferta Pública Obrigatória», in *Revisores & Empresas*, Julho/Setembro, 2006, pp. 50-57, disponível em [www.oroc.pt](http://www.oroc.pt);
- ASCENSÃO, JOSÉ DE OLIVEIRA
- *Direito Comercial*, vol. IV (Sociedades Comerciais: parte geral), Lisboa, 2000;
  - «Invalidade das Deliberações dos Sócios», in *Problemas de Direito das Sociedades*, IDET, Almedina, 2002;
  - «O novíssimo conceito de valor mobiliário», in *IVM, DVM*, vol. VI, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, 139-162;
- ARMOUR, JOHN, «Enforcement Strategies in UK Corporate Governance», in ARMOUR, JOHN & PAYNE, JENNIFER, *Rationality in Company Law*, Oregon, Oxford and Portland, 2009, pp. 71-119;
- ARMOUR, JOHN e RINGE, WOLF-GEORG, «European Company Law, 1999-2010: Renaissance and Crisis», *ECGI*, Law working paper n.º 175/2001, 2001, pp. 1-43, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1691688](http://www.ssrn.com/abstract=1691688);
- ARMOUR, JOHN e GORDON, JEFFREY N., *The Berle-Means Corporation in the 21st Century*, working paper, 2008, disponível em [www.law.yale.edu](http://www.law.yale.edu);
- BANDEIRA, PAULO, «A independência dos auditores de sociedades cotadas», in *RDS*, III, n.º 2, Coimbra, Almedina, 2011, pp. 301-334;
- BARCLAY, MICHAEL e HOLDERNESS, CLIFFORD,
- «Private Benefits of Control of Public Corporations», in *Journal of Financial Economics*, 1989, pp. 371-395, disponível [www.bc.edu](http://www.bc.edu);
  - «The law of large-block trades», *Journal of Law & Economics*, vol. 35, 1992, o, 265-294, disponível em [www.bc.edu](http://www.bc.edu);
- BAUM, HARALD, *Takeover Law in the EU and Germany: Comparative Analysis of a Regulatory Model*, p. 1, disponível em [www.sydney.edu.au](http://www.sydney.edu.au);
- BEBCHUK, LUCIAN ARYE, «Efficient and inefficient sales of control», in *109 Quart. J. Econ.*, 2004 pp. 957 e ss., [www.law.harvard.edu](http://www.law.harvard.edu);
- BEBCHUK, LUCIAN ARYE e HAMDANI, ASSAF, «The elusive quest for global governance standards», in *University of Pennsylvania Law Review*, Volume 157, 2009, pp. 1263-1317, disponível através de formato de cópia electrónica em [www.ssrn.com/abstract\\_id=1374331](http://www.ssrn.com/abstract_id=1374331);
- BERLE ADOLF A. e MEANS, GARDINER C., *The Modern Corporation & Private Property*, 10.ª edição, New York, Transition Publishers, 2009 (reimpressão de 1968 — original publicado em 1932), pp. 207-252

- BERLE, ADOLF A., «Price of Power Sale of Corporate Control», in *Cornell Law Review*, vol. 50, 1965, pp. 628-640, disponível em [www.scholarship.law.cornell.edu](http://www.scholarship.law.cornell.edu);
- BOTELHO, GUSTAVO DE SOUSA, *O Direito de Exoneração do Acionista Minoritário*, Coimbra, Almedina, 2014;
- BURBIDGE, PETER, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, pp. 551-604;
- BURKART, MIKE e LEE, S. «The one share-one vote debate: a theoretical perspective», 12 *Review of Finance*, pp. 1-49, disponível em [www.ssrn.com/abstract=987486](http://www.ssrn.com/abstract=987486);
- BURKART, MIKE C./PANUNZI, FAUSTO, *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, ECGI — Law working paper n.º 10/2003, 2003, disponível em [www.ssrn.com/abstract=420940](http://www.ssrn.com/abstract=420940);
- CABRAL, RITA AMARAL, «A Responsabilidade por Prospecto e a Responsabilidade Pré-Contratual — Anotação ao Acórdão do Tribunal Arbitral, de 31 de Março de 1993», in *ROA*, ano 55, 1995, pp. 191-223, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt);
- CÂMARA, PAULO,  
— *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2011;  
— «O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários», in *IVM, DVM*, vol. II, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, pp. 203-284;
- CÂMARA, PAULO e BASTOS, MIGUEL BRITO, «Direito da aquisição de empresas: uma introdução», in CÂMARA, PAULO (coord.), *Aquisição de empresas*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011 pp. 13-64;
- CARMO, MARTA ELISA DE SOUSA, *A OPA Obrigatória como Direito de Exoneração*, dissertação apresentada no âmbito do Master in Law and Management, ministrado conjuntamente pela Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa e pela Nova School of Business and Economics, 2014, disponível, mediante pedido à autora, em [www.academia.edu](http://www.academia.edu);
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE  
— «A Imputação dos Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários», in *Cadernos de Direito dos Valores Mobiliários*, n.º 7, Abril de 2000, pp. 161-192, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt);  
— «Da prestação de garantias das sociedades a outras entidades», in *ROA*, ano 56, 1996, pp. 565 e ss., disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt);  
— «De novo sobre a prestação de garantias das sociedades a outras entidades», in *ROA*, ano 58, Vol. II, Julho de 1998, pp. 823 e ss., disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt);  
— *Direito dos Valores Mobiliários: Conceitos e Espécies*, 2.ª edição, Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1998;  
— «Os casos de Obrigatoriedade do lançamento de uma oferta pública de aquisição», in BASTO, J.G. XAVIER DE, PERES, J. J. VIEIRA, CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE e XAVIER, ANTÓNIO LOBO, *Problemas Societários e fiscais do mercado de valores mobiliários*, Lisboa, Edifisco, 1992, pp. 7-77;
- CHIESI, GIAN MARCO, e PAVARANI, EUGENIO, *Il premio per il controllo nel settore bancario italiano*, disponível em [www.unipr.it](http://www.unipr.it);
- CLAESSENS, STIJN, DJANKOV, SIMEON AND LANG, LARRY H.P., *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, 1999, disponível em [www.ssrn.com/abstract=206448](http://www.ssrn.com/abstract=206448);
- CLARKE, BLANAID J., *Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass*, CLPE research paper n.º 18/2007, 2007, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1002675](http://www.ssrn.com/abstract=1002675);
- CLOIDT-STOTZ, JULIA, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (COORD.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, pp. 264-322;
- COFFEE, JOHN C. (JR.),  
— *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*, Columbia Law and Economics working paper n.º 183, 2001 disponível em [www.ssrn.com/abstract=257613](http://www.ssrn.com/abstract=257613);

- «The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control», in *Yale Law Journal*, n.º 111. v. 1, 4 n.º 6, 2001, pp. 1-86, disponível em [www.yalelawjournal.org](http://www.yalelawjournal.org);
- Comissão Europeia,
- *Green Paper «The EU corporate governance framework»*, Brussels, 5.4.2011, COM (2011) 164 final (disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu));
- *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*, working document, Brussels, 12.12.2007, SEC (2007), 1705, p. 6, disponível em [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu);
- CONAC, P. H., ENRIQUES, LUCA. e GELTER, M., «Constraining dominant shareholders self-dealing: The legal framework in France, Germany and Italy», in *European Company and Financial Law Review*, n.º 4/2007, 2007, pp. 491- 528. [www.ssrn.com/abstract=1532221](http://www.ssrn.com/abstract=1532221);
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES,
- *A 13.ª Directriz do Direito das Sociedades (ofertas públicas de aquisição)*, in *ROA*, 64, 2004, pp. 97-111, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt);
- «A Lealdade no Direito das Sociedades», in *ROA*, n.º 66, vol. 3, 2006, pp. e 1033 e ss., disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt);
- «A OPA Estatutária como Defesa Contra Tomadas Hostis», in *ROA* n.º 58, 1998, pp. 133-145;
- «Aquisições tendentes ao domínio total: constitucionalidade e efectivização da consignação em depósito (artigo 490.º/3 e 4 do Código das Sociedades Comerciais)», in *O Direito*, ano 137.º, vol. III, 2005, pp. 449-463;
- *Da Tomada de Sociedades (takeover): Efectivização, Valoração e Técnicas de Defesa*, in *ROA* n.º 54, 1994, pp. 761-777, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt);
- *Direito Europeu das Sociedades*, Coimbra, Almedina, 2005;
- *Manual de Direito Bancário*, 4.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010;
- *Manual de Direito das Sociedades*, vol. I, 3.ª edição, Almedina, Coimbra, 2011;
- *Manual de Direito das Sociedades*, vol. II, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2007;
- «Ofertas Públicas de Aquisição», in AAVV, *Direito dos Valores Mobiliários*, Lisboa, Lex, 1997, pp. 267-290 e *Ofertas Públicas de Aquisição*, in *ROA* 56, 1996, pp. 499-533, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt);
- «OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização», in *RDS* III, 2011, 4, pp. 927-984;
- CORREIA, LUÍS BRITO,
- *Direito Comercial*, vol. II, Lisboa, AAFDL, 1989;
- *Direito Comercial — Deliberações dos sócios*, vol. III, Lisboa, AAFDL, 1995;
- «Parecer Sobre a Capacidade de Gozo de Sociedade Anónimas e poderes dos seus administradores», in *ROA*, ano 57, II, 1997, pp. 764, disponível em <https://www.oa.pt>;
- CORREIA, RICARDO SERRA, «Da (ir)responsabilidade civil dos sócios por deliberações abusivas», in *ROA*, p. 190, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt);
- COUTO, ANA SÁ, «Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA», in *Caderno dos Valores Mobiliários*, n.º 25, 2006, pp. 70-78;
- CRISTÓVÃO, JOÃO MARCELO FERREIRA, *Garantias Prestadas por Sociedades Comerciais a Obrigações de Sociedades Coligadas*, 2011, disponível em [www.run.unl.pt](http://www.run.unl.pt);
- CUNHA, PAULO OLAVO,
- «Designação de pessoas colectivas para os órgãos de sociedades anónimas e por quotas», in *Direitos das Sociedades em Revista*, ano I, vol. 1, Almedina, 2009, pp. 165-213.
- *Direito das Sociedades Comerciais*, 5.ª edição, Coimbra, Almedina, 2012;
- «O Poder dos Sócios», in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 189-215.
- DAMME, ERIC VAN, «Preventing Abuse by Controlling Shareholders», *TILEC Discussion Paper* n.º 2012-038, 2012, disponível em [www.ssrn.com/abstract=2174399](http://www.ssrn.com/abstract=2174399);
- DAMODARAN, ASWATH, *The value of control: implications for the control premiums, minority discounts and voting share differentials*, disponível em [www.pages.stern.nyu.edu](http://www.pages.stern.nyu.edu);

- DAVIES, PAUL, «*The Notion of Equality in European Takeover Regulation*», in PAYNE, JENNIFER, *Takeovers in English and German law*, Oxford, Hart Publishing, 2002, pp. 9-32, disponível em [www.ssrn.com/abstract=305979](http://www.ssrn.com/abstract=305979);
- DAVIES, PAUL e SCHUSTER, EDMUND-PHILIPP / GHELCKE, EMILIE VAN DE WALLE DE, *The Takeover Directive as a Protectionst Tool?*, ECGI Working Paper n.º 141/2010, 2010;
- DAVIES, PAUL e HOPT, KLAUS, «Control Transactions» in *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and Functional Approach*, 2ª edição, 2009, New York, Oxford University Press, pp. 225-273;
- DEIPENBROCK, GUDULA, *The Takeover Directive and German Takeover Law - Some Fundamentals from a Market and Sustainable Development Perspective*, University of Oslo Faculty of Law Research Paper No. 2013-06, 2013, disponível em [www.ssrn.com/abstract=2228649](http://www.ssrn.com/abstract=2228649);
- DI EZESTELLA, FERNANDO, «El régimen jurídico de las OPAs», in *Temario Derecho Mercantil II*, C. U. Villanueva, Curso 2013/14, pp. 101-110, disponível em [www.fernandodiezestella.com](http://www.fernandodiezestella.com);
- DIAS, GABRIELA FIGUEIREDO, «Financiamento e governo das sociedades (*Debt Governance*): o terceiro poder», in *III Congresso de DSR*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 359-383.
- DJEBALI, RAOUDHA, BELANE, AMEL e OMRI, ABDELWAHED, «Simultaneous Determination of Firm Leverage and Private Benefits of Control in French Firms», in *International Journal of Economics and Finance*, n.º 1, vol. 4, 2012, pp. 177-191;
- DOMINGUES, PAULO DE TARSO,  
 — «Capital e Património Sociais, Lucros e Reservas», in ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Estudos de Direito das Sociedades*, 10.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 175 a 260.  
 — *Do capital social: noção, princípios e funções*, 2.ª edição, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, p. 254;  
 — «Proibição de Assistência Financeira no contexto dos mecanismos de proteção de credores», in *AB Instantia — Revista do Conhecimento AB*, ano I, n.º 2, 2013;
- DOIDGE, CRAIG, KAROLYI, G. ANDREW, LINS, KARL V., MILLER, DARIUS P. e STULZ, RENÉ M., «Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision», in *The Journal of Finance*, vol. LXIV, n.º 1, 2009, pp. 425-466, disponível em [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=668424](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=668424);
- DUARTE, RUI PINTO,  
 — «Contribuições dos sócios para além do capital social: prestações acessórias, prestações suplementares e suprimentos», in *Escritos sobre Direito das Sociedades*, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 225-259;  
 — *Takeover Bids in Europe — The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (COORD.), Memento Verlag, 2008, pp. 487-526;  
 — «(Uma) Introdução ao Direito das Sociedades», in *Escritos sobre Direito das Sociedades*, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 9-79;
- DYCK, I.J. ALEXANDER, «Ownership Structure, Legal Protections and Corporate Governance» in PLESKOVIC, BORIS e STERN, NICHOLAS (eds.), *2000 Annual World Bank Conference on Development Economics*, 2000, pp. 291-330, disponível em [www.siteresources.worldbank.org](http://www.siteresources.worldbank.org);
- DYCK, ALEXANDER e ZINGALES, LUIGI,  
 — «Private benefits of control: an international comparison», in *National Bureau of Economic Research*, working paper n.º 8711, 2002, disponível em [www.nber.org/papers/w8711](http://www.nber.org/papers/w8711);  
 — *Control Premiums and effectiveness of corporate governance systems*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 16, Issue 2-3, Spring 2004, 2005, pp. 51-72, [www.faculty.chicagobooth.edu](http://www.faculty.chicagobooth.edu);
- EHRHARDT, OLAF e NOWAK, ERIC, *Private Benefits and Minority Shareholders Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)*, EFA 2003 Annual Conference Paper n.º 809, 2003, disponível em [www.ssrn.com/abstract=423506](http://www.ssrn.com/abstract=423506);
- ENRIQUES, LUCA e VOLPIN, PAOLO, «Corporate Governance Reforms in Continental Europe», in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, n.º 1, 2007, pp. 117-140, disponível em [www.ssrn.com/abstract=970796](http://www.ssrn.com/abstract=970796);
- ENRIQUES, LUCA / HANSMANN, HENRY / KRAAKMAN, REINIER, «The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies» in *The Anatomy of Corporate*

- Law: a comparative and Functional Approach*, 2ª edição, 2009, Nova Iorque, Oxford University Press, pp. 89-113;
- ESTEVAN DE QUESADA, CARMEN, *Tomas de Control y Medidas Defensivas: La Compra de Acciones Proprias como Defensa*, Navarra, Aranzadi Editorial, Falcão, 2002;
- FERNANDES, LUÍS A. Carvalho e PAULO OLAVO DE PITTA E CUNHA, «Assunção de dívida alheia. Capacidade de gozo das sociedades anónimas. Qualificação de negócio jurídico», in *ROA*, ano 57, vol. II 1997, disponível em <https://www.oa.pt>;
- FERRARINI, GUIDO A. AND GIUDICI, PAOLO, «Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case», *ECGI*, Law working paper n.º 40/2005, 2005, disponível em [www.ssrn.com/abstract=730403](http://www.ssrn.com/abstract=730403);
- FERRARINI, GUIDO A., «Share Ownership, Takeover Law and the Contestability of Corporate Control», *Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*, OECD, Conference Proceedings, 2000, disponível [www.ssrn.com/abstract=265429](http://www.ssrn.com/abstract=265429);
- FERREIRA, JULIANO,  
 — «Actuação em concertação entre acionistas – o modelo português de supervisão», in *DRS*, ano 6, vol. 12, 2014, pp. 197-229;  
 — «Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição», in *DSR*, Coimbra, Almedina, Outubro 2011, ano 3, vol. 6, pp. 189-224;
- FONSECA, PATRÍCIA AFONSO, «A Negociação de Participações de Controlo — A Jurisprudência», in *DSR — I Congresso*, 2011, pp. 2-40;
- FONSECA, TIAGO SOARES DA, *O Direito de Exoneração do Sócio no Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 2008;
- FIGUEIREDO, ANDRÉ LOPES TEIXEIRA DE, *A informação difundida no mercado de valores mobiliários e os poderes da cmvm: uma «nova dimensão do direito administrativo»?* , Prémio CMVM 2005, 2005, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt);
- FILATOTCHEV, IGOR e MICKIEWICZ, TOMASZ, *Ownership Concentration, 'Private Benefits of Control' and Debt Financing*, working paper n.º 4, Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe, UCL, 2001, pp. 159-176, disponível em [www.ssrn.com/abstract=286372](http://www.ssrn.com/abstract=286372);
- FURTADO, JORGE PINTO,  
 — *Deliberações de Sociedades Comerciais*, Almedina, 2005;  
 — *Deliberações dos Sócios — Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, 2003;
- GAMEIRO, CARLA RODRIGUES, *A relação de troca de participações no âmbito da fusão de sociedades*, Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial apresentada na Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, — Escola de Lisboa, 2014, p. 19, disponível em [www.repositorio.ucp.pt](http://www.repositorio.ucp.pt);
- GARCIA, AUGUSTO TEIXEIRA, *Da oferta pública de aquisição e do seu regime jurídico*, *Studia Iuridica* 11, Coimbra, Coimbra editora, 1995;
- GARCÍA DE ENTERRIA, JAVIER,  
 — *La OPA Obligatoria*, Madrid, Editorial Civitas, S.A., 1996;  
 — *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Estudios de Derecho Mercantil, Madrid, Civitas Ediciones, 1999;
- GASPAR, GUILHERME GARRIDO, «A tutela dos acionistas minoritários na fusão de sociedades anónimas», in *RDS*, IV, n.º 2, 2012, pp. 381-438;
- GERALDES, ANTÓNIO ABRANTES, *Sociedades Comerciais: jurisprudência 1997-2008*, Colectânea de jurisprudência, Edições, 2009;
- GILSON, RONALD J. e GORDON, JEFFREY N., *Controlling Controlling Shareholders*, *University of Pennsylvania Law Review*, 152:2, 2003, disponível [www.ssrn.com/abstract=417181](http://www.ssrn.com/abstract=417181);
- GILSON, RONALD J. e SCHWARTZ, ALAN,  
 — «Corporate Control and Credible Commitment», in *Columbia Law and Economics research paper* n.º 436, cópia electrónica disponível em [www.ssrn.com/abstract=2182781](http://www.ssrn.com/abstract=2182781);  
 — *Contracting about private benefits of control*, *Columbia Law and Economics Research Paper* n.º 436; *ECGI — Law working paper* n.º 216, disponível em [www.ssrn.com/abstract=417181](http://www.ssrn.com/abstract=417181);

- *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, ECGI — Law working paper n.º 194/2012, disponível em [www.ssrn.com/abstract=2129502](http://www.ssrn.com/abstract=2129502);
- GOMES, FÁTIMA, *O Direito aos lucros e o dever de participar nas perdas nas sociedades anónimas*, Coimbra, Almedina, 2011;
- GOMES, JOSÉ FERREIRA
- «Conflito de interesses entre accionistas nos negócios celebrados entre a sociedade anónima e o seu accionista controlador», in *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Almedina, Coimbra, 2010, pp. 75-213;
  - «Os deveres de informação sobre negócios com partes relacionadas e os recentes Decretos-Lei nos 158/2009 e 185/2009», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 33, 2009, pp. 107 a 141, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt);
- GONÇALVES, PEDRO COSTA,
- *Entidades Privadas com Poderes Públicos*, Coleção Teses, Coimbra, Almedina, 2005;
  - «Fixação da Contrapartida por Auditor Independente em OPA», in *Cadernos de Justiça Administrativa*, Braga, ano 140, n.º 3964, 2010, pp. 39-67, em comentário ao Acórdão de 6 de Fevereiro de 2010 do Tribunal Central Administrativo do Sul, processo n.º 06029/2010, relator Coelho da Cunha;
- GUINÉ, ORLANDO VOGLER, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Coimbra, Almedina, 2009;
- HANOUNA, PAUL, SARIN, ATULYA e SHAPIRO, ALAN C., *Value of Corporate Control: Some International Evidence*, working paper n.º 01-4, USC Marshall School of Business, 2001, disponível em [www.ssrn.com/abstract\\_id=286787](http://www.ssrn.com/abstract_id=286787);
- HOLDERNESS, CLIFFORD e SHEEHAN, DENNIS, «The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis», in *Journal of Financial Economics*, v. XX, 1988, pp. 317-346, disponível em <https://www2.bc.edu/~holderne/MajorityShareholdersJFE1988.pdf>;
- HOLDERNESS, CLIFFORD G., «A Survey of Blockholders and Corporate Control», in *FRBNY Economic Policy Review*, 2003, pp. 51-64, disponível em [www.frb.org](http://www.frb.org);
- HOPT, KLAUS J., «A harmonização do regime das ofertas públicas de aquisição (OPAs) na Europa» (tradução de REBECCA BAKER), in *DVM*, vol. V, Coimbra, Almedina, 2004, pp. 215-239;
- HU, HENRY T. C. e BLACK, BERNARD
- «The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership», 79 *Southern California Law Review*, 2006, pp. 811-908, disponível em [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=904004](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=904004);
  - «Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms», in *Business Lawyer*, vol. 61, 2006, pp. 1011-1070, disponível em [www.ssrn.com/abstract\\_id=887183](http://www.ssrn.com/abstract_id=887183);
  - «Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership, Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership», in *ECGI*, law working paper n.º 56/2006. 2006, disponível em [www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=874098](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=874098);
- JOHNSON, SIMON, LA PORTA, RAFAEL, LOPEZ-DE-SALINES, FLORENCIO e SHLEIFER, ANDREI, «Tunneling», in *American Economic Review*, 90(2), 2000, disponível em [www.ssrn.com/abstract=22760](http://www.ssrn.com/abstract=22760);
- JÚDICE, JOSÉ MIGUEL/ANTAS, MARIA LUÍSA/FERREIRA, ANTÓNIO ARTUR/PEREIRA, JORGE BRITO, *Ofertas Públicas de Aquisição — legislação comentada*, Semanário Económico, 1992;
- KREITZMAN, KEVIN, *The Value of Control: Control Premiums, Minority Interest Discounts, and the Fair Market Value Standard*, 2008, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1167882](http://www.ssrn.com/abstract=1167882)
- KIRCHMAIER, THOMAS e GRANT, JEREMY, *Corporate Ownership Structure and Performance in Europe*, CEP discussion paper n.º 0631, disponível em [www.ssrn.com/abstract=616201](http://www.ssrn.com/abstract=616201);
- LA PORTA, RAFAEL, LOPEZ-DE-SILANES, FLORENCIO e SHLEIFER, ANDREI, *Corporate Ownership Around the World*, Harvard Institute of Economic Research Paper n.º 1840, 1998, disponível em [www.ssrn.com/abstract=103130](http://www.ssrn.com/abstract=103130);
- LA PORTA, RAFAEL, LOPEZ-DE-SILANES, FLORENCIO, SHLEIFER, ANDREI e WISHNY, ROBERT W. (LLSV), «Investor protection and corporate governance», in *Journal of Financial Economics*, v. 58, 2000, [www.ssrn.com/abstract=183908](http://www.ssrn.com/abstract=183908);

- LABAREDA, JOÃO, «Nota sobre a prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas de outras entidades», in *Direito Societário Português — Algumas questões*, Quid Iuris, 1998, pp. 167 e ss.;
- LEASE, RONALD C., MCCONNELL, JOHN J. e MIKKELSON, WAYNE H., «The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations», in *Journal of Financial Economics*, v. 1, n.º 11 (1-4), 1983, pp. 439-471. [www.lcb-file.uoregon.edu](http://www.lcb-file.uoregon.edu);
- LEITÃO, LUÍS MANUEL TELES DE MENEZES,  
 — «A Responsabilidade Civil no Âmbito de uma O.P.A.», in *IVM, DVM*, vol. IV, Coimbra, Coimbra Editora, 2003, pp. 111-125, e in JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO/RUY DE ALBUQUERQUE/MARTIM DE ALBUQUERQUE/PEDRO ROMANO MARTINEZ (org.), *Estudos em homenagem ao Prof. Raúl Ventura*, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2003, pp. 181-195;  
 — «As Medidas Defensivas Contra uma Oferta Pública de Aquisição Hostil», in *IVM, DVM*, vol. VII, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 57-76;
- LEITE, INÊS PINTO, «Da proibição de assistência financeira. O caso particular dos leveraged buy-outs», in *DSR*, ano 3, vol. 5, 2011, pp. 129-179;
- LENER, RAFFAELE, «Le offerte obbligatorie», in RICHTER JR., MARIO STELLA (coord.), *Le Offerte pubbliche di acquisto*, Torino, G. Giappichelli editore, 2011, pp. 165-176;
- LOUREIRO, CATARINA TAVARES e EREIRO, JOANA TORRES, «A Relação de Domínio ou de Grupo como pressuposto de facto para a aplicação das normas do Código das Sociedades Comerciais — o âmbito espacial em particular», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 30, 2011, pp. 46-61, disponível em [www.uria.com](http://www.uria.com);
- LOPES, JOÃO DIAS, «Governo da sociedade anónima e negócios com acionistas de controlo», in *RDS*, ano 5, n.ºs 1-2, Coimbra, Almedina, 2013, pp. 77-165;
- MAIA, PEDRO,  
 — «Corporate Governance em Portugal», in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coimbra, Almedina, 2012, pp. 43-86;  
 — *Voto e corporate governance — um novo paradigma para a sociedade anónima*, Tese de Doutoramento (inérita) em Ciências Jurídico-Empresariais apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2010;
- MARTINS, ALEXANDRE SOVERAL, «Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão de preço», in *DSR — I Congresso*, Coimbra, Almedina, 2011, pp. 41-52;
- MENDES, EVARISTO, «Deliberações que fixam o valor das participações sociais. Impugnação.», in *III Congresso de DSR*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 67-108;
- MENEZES, JOÃO PAULO, «A OPA Obrigatória», in *IVM, DVM*, Coimbra, Coimbra Editora, 2001, vol. III, pp. 179 a 228;
- MESQUITA, HENRIQUE, «Parecer sobre a capacidade de gozo das sociedades anónimas e os poderes dos seus administradores», in *ROA*, ano 57, Vol. II, 1997, pp. 721-737 disponível em <https://www.oa.pt>;
- MICHINEL ÁLVAREZ, MIGUEL ÁNGEL, *La OPA transfronteriza: determinación y ámbito de la ley aplicable en el marco del mercado de control europeo*, Santiago de Compostela, Servicio de Publicacións e Intercambio Científico, 2007;
- MIKKELSON, WAYNE e REGASSA, HAILU, «Premiums Paid in Block Transactions», in *Managerial and Decision Economics*, v. 12, 1991, pp. 511-517, disponível em [www.lcb-file.uoregon.edu](http://www.lcb-file.uoregon.edu);
- MONTEIRO, ANTÓNIO PINTO e PINTO, PAULO MOTA, «Compra e venda de empresa: A venda de participações sociais como venda da empresa (“share deal”)», in ANDRADE, MANUEL DA COSTA/ ANTUNES, MARIA JOÃO/ SUSANA AIRES DE SOUSA (Coord.), *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Jorge Figueiredo Dias*, vol. IV, Coimbra, Coimbra Editora, 2009, pp. 685-728;
- MOTA, BERNARDO ABREU,  
 — «Proibição de assistência financeira — notas para a sua interpretação e aplicação», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 12-2005, pp. 107 e ss., disponível em [www.uria.com](http://www.uria.com);  
 — «Proibição de assistência financeira — notas para a sua interpretação e aplicação (parte II)», in *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 15-2006, pp. 90 e ss., disponível em [www.uria.com](http://www.uria.com);



- MUÑOZ PAREDES, JOSÉ MARÍA, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, pp. 527-549;
- NASCIMENTO, ANA RITA, «Direito dos sócios na aquisição tendente ao domínio total: pressupostos e concretização», in *RDS* III, 2011, 4, pp. 985-1025;
- NATH, ERIC W., «Best practices regarding control premiums: comments regarding the appraisal foundation's proposed white paper on control premiums», in *Journal of Business Valuation*, Vol. 2, 2011, pp. 25-30, disponível em [www.ericnath.com](http://www.ericnath.com);
- NENOVA, TATIANA,  
 — *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-Country Analysis*, mimeograph, Harvard University, 2000, [www.ssrn.com/abstract=237809](http://www.ssrn.com/abstract=237809);  
 — *How to Dominate a Firm With Valuable Control? Dual Class Firms Around the World: Regulation, Security-Voting Structure, and Ownership Patterns*, 2001, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1017603](http://www.ssrn.com/abstract=1017603);
- NEVES, VÍTOR PEREIRA DAS, «Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição», in FREITAS, JOSÉ LEBRE/DUARTE, RUI PINTO/CRISTAS, ASSUNÇÃO/NEVES, VÍTOR PEREIRA/ALMEIDA, MARTA TAVARES DE, *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida*, vol. I, Coimbra, Almedina, 2011, pp. 711-754;
- NICODANO, GIOVANNA e ALESSANDRO SEMBENELLI, «Private Benefits, Block Transaction Premiums, and Ownership Structure», working paper, Universidade de Turim, 2000, disponível em [www.ssrn.com/abstract=21224](http://www.ssrn.com/abstract=21224);
- NUNES, PEDRO CAETANO,  
 — «Atos gratuitos, capacidade jurídica e vinculação das sociedades comerciais», in *III Congresso – DSR*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 505-525;  
 — *Corporate Governance*, Coimbra, Almedina, 2006;
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE,  
 — Anotações aos artigos 481.º a 508.º do CSC, in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (coord.), *Código das Sociedades Comerciais anotado*, Coimbra, Almedina, 2.ª edição, 2011;  
 — Grupos de Sociedades e Deveres de Lealdade — Por um Critério Unitário de Solução do «Conflito do Grupo», Coimbra, Almedina, 2012;  
 — *Manual de Corporate Finance*, Coimbra, Almedina, 2015;  
 — «OPA obrigatória e controlo indireto», in *RDS*, IV, 2012, n.º 3, pp. 593-661;
- OLIVEIRA, MADALENA PERESTRELO DE,  
 — «Going dark: deliberação da assembleia geral e direito de exoneração», in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (coord.) *RDS*, ano VI, n.ºs 3 e 4, 2015, pp. 589-616;  
 — «Instrumentos financeiros com fins de garantia e exercício de direitos sociais», in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (coord.) *RDS*, ano V, n.º 3, 2013, pp. 537-602;
- OLIVEIRA, MÁRIO ESTEVES DE, GONÇALVES, PEDRO COSTA e AMORIM, J. PACHECO DE, *Código do Procedimento Administrativo Comentado*, 2.ª edição, Coimbra, Almedina, 2010;
- OSÓRIO, JOSÉ HORTA, *Da Tomada de Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveraged Buy-Out e sua Harmonização com o Direito Português*, Almedina, 2001;
- OTERO, PAULO, «A Competência da CMVM para Controlar a Legalidade de Actos Jurídicos Provenientes de Entidades Privadas», in *ROA*, Ano 60, Vol. II, 2000, pp. 669-701, disponível em [www.oa.pt](http://www.oa.pt);
- PACCES, ALESSIO M.,  
 — *Featuring Control Power: corporate law and economics revisited*, Rotterdam Institute of Law and Economics, 2007, disponível em [www.repub.eur.nl](http://www.repub.eur.nl);  
 — *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control*, ECGI, Law working paper n.º 131/2009, 2009, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1448164](http://www.ssrn.com/abstract=1448164);
- PAPADOPOULOS, THOMAS, «The Mandatory Provisions of the EU Takeover Bid Directive and Their Deficiencies», in *LFMR*, vol. 1, n.º 6, 2007, pp. 525-533, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1088894](http://www.ssrn.com/abstract=1088894);
- PEREIRA, JORGE BRITO,

- «A Limitação dos Poderes da Sociedade visada Durante o Processo de OPA», in *IVM, DVM*, Coimbra, Coimbra Editora, 2000, vol. II, pp. 175-202;
- *A OPA Obrigatória*, Coimbra, Almedina, 1998;
- *Direito dos Valores Mobiliários*, distribuído no Mestrado em Direito e Gestão na Faculdade de Direito da Universidade Católica de Lisboa – Escola de Lisboa, em 2013, título 15 (Ofertas Públicas de Aquisição), inédito (autorizada a referência pelo autor);
- PEREIRA, JOSÉ NUNES, «Regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente código do mercado de valores mobiliários: principais desenvolvimentos e inovações», in *Revista da Banca*, n.º 18, Lisboa, 1991;
- PICARDI, LUCIA, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe – The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, pp. 392-418;
- PIMENTEL, JOSÉ MENERES, «O artigo 490.º 3 do Código das Sociedades Comerciais será inconstitucional?», in *Estudos em Homenagem a Cunha Rodrigues*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, pp. 512-526;
- PINTO, FREDERICO DE LACERDA COSTA, «A Supervisão no Novo Código dos Valores Mobiliários», in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 7, Lisboa, CMVM, 2000, pp. 90-103, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) e pp. 1-13, disponível em [www.fep.up.pt](http://www.fep.up.pt);
- PRATT, SHANNON P., «Overview of Business Valuation Discounts and Premiums and the Bases to Which They are Applied», in *Shannon Pratt Valuations*, 1.ª edição, p. 10, disponível em [www.shannonpratt.com](http://www.shannonpratt.com);
- RAJAN, RAGHURAM G. e ZINGALES, LUIGI, «Financial Dependence and Growth», in *National Bureau of Economical Research*, working paper n.º 5758, 1998, p. 31, disponível em [www.nber.org](http://www.nber.org);
- REQUICHA, MANUEL, «O dever de lançamento de OPA nos casos de sucessão *mortis causa*», in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (coord.), *RDS*, n.º 1, ano VI, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 9-58;
- RESENDE, JOÃO MATTAMOUROS,
  - *A Imputação dos Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Lisboa, Universidade Católica Editora, 2010;
  - «A Imputação dos Direitos de Voto no Mercado de Capitais», in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, 2007, pp. 59-69, disponível em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt);
- RIBEIRO, NUNO ANDRÉ DA COSTA, *O efeito-controle no prémio pago em tomadas de posições accionistas*, texto policopiado, Tese de Mestrado em Ciências Empresariais, Finanças, FEUP, 2006, disponível em [www.repositorio-aberto.up.pt](http://www.repositorio-aberto.up.pt);
- RODRIGUES, SOFIA NASCIMENTO, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, Almedina, 2001;
- GENNARO ROTTONDO, «Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie», in GIOVANNI FALCONE, GENNARO ROTTONDO e LUIGI SCIPIONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, Giuffrè Editore, 2001;
- RUSSI, LUIGI/DELL'ANTONIA, MARCO, *Takeover Bids: The Implementation of EC Directive n.º 2004/25 by the Italian Government (Offerte Pubbliche Di Acquisto: L'Attuazione Della Direttiva 2004/25/CE Da Parte Del Legislatore Delegato)*, Dircomm.it, Vol. 7, n.º 1, 2008, disponível em [www.ssrn.com/abstract=109327](http://www.ssrn.com/abstract=109327);
- RUSSO, FÁBIO CASTRO, «Due diligence e responsabilidade», in *DSR – I Congresso*, 2011, pp. 13-26;
- SÁEZ LACAVE, MARIA ISABEL, «¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?», in *InDret* — *Revista para análisis del derecho*, Barcelona, 2010, disponível em [www.indret.com](http://www.indret.com);
- FERNANDO SÁNCHEZ CALERO, «Líneas generales del nuevo régimen sobre las OPAs», in *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 106, ano XXVI, Valladolid, Editorial Lex Nova, 2007, pp. 9-40;
- SANTOS, HUGO MOREDO,
  - «Aquisição Tendente ao Domínio Total de Sociedades Abertas», in *DVM*, VII, Coimbra, Almedina, 2007, pp. 275-402;
  - *Ofertas concorrentes*, Coimbra, Almedina, 2008;
  - *Transparência, OPA obrigatória e imputação dos direitos de voto*, Coimbra, Coimbra editora, 2011;

- SANZ, FRANCISCO JOSÉ LEÓN, *Los Mecanismos de Control Reforzados en las Sociedades Cotizadas (Control-Enhancing Mechanisms, CEM) el Cambio de Rumbo*, working paper IE Law School, WPLS10-08, 2010, disponível em [www.catedraperezllorca.ie.edu/sites/default/files/WPLS10-08.%20F.Leon\\_.pdf](http://www.catedraperezllorca.ie.edu/sites/default/files/WPLS10-08.%20F.Leon_.pdf);
- SEQUEIRA, MANUEL,  
 — «Depósito Escrow — um contributo para o seu estudo», in *Temas de Direito Bancário II* — Cadernos O Direito, n.º 9, 2014, pp. 179-262;  
 — «OPA Obrigatória — Impacto das relações de domínio e de Grupo», in ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO (coord.), *RDS*, n.º 1, ano VI, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 61-150;
- SERRA, CATARINA, *O regime português da insolvência*, Coimbra, Almedina, 2012;
- SHLEIFER, ANDREI e VISHNY, ROBERT W., «A survey of corporate governance», in *Journal of Finance*, n.º 52, 1997, pp. 737-783, disponível em [www.jstor.org](http://www.jstor.org);
- SCHUSTER, EDMUND-PHILIPP, *Efficiency in Private Control Sales — The Case for Mandatory Bids*, LSE, Legal Studies working paper n.º 8/2010, 2010, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1610259](http://www.ssrn.com/abstract=1610259).
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA,  
 — «OPA convencional obrigatória», in *Estudos Jurídicos [Pareceres]*, Coimbra, Almedina, 2001, pp. 83-104;  
 — *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Coimbra, Almedina, 2001;
- SILVA, JOÃO SOARES DA, «Algumas Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários», in *Cadernos de Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 26, 2007, pp. 47-58;
- SILVA, MARIANA DUARTE, «Assistência Financeira — no âmbito das sociedades comerciais», in *RDS*, ano II, n.ºs 1/2, 2010, pp. 145-236;
- SILVA, PAULA COSTA E,  
 — «A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição», in *IVM, DVM*, vol. VII, Coimbra, Coimbra Editora, 2007, pp. 403-441= «A Imputação de Direitos de Voto na Oferta Pública de Aquisição», in RIBEIRO, MARIA DE FÁTIMA, *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, Almedina, 2007, p. 243-282;  
 — «Compra, venda e troca de valores mobiliários», in *AAVV., DVM*, Lisboa, Lex, 1997, pp. 243-266;  
 — *Direito dos Valores Mobiliários – Relatório*, Lisboa, Coimbra Editora, 2005;  
 — «Domínio de sociedade aberta e respectivos efeitos», in *IVM, DVM*, vol. V, Coimbra, Coimbra Editora, 2004, pp. 325-342;  
 — «O conceito de accionista e o sistema de record date», in *IVM, DVM*, vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 447-460;  
 — «Ofertas públicas e alteração das circunstâncias», in *IVM, DVM*, Coimbra Editora, 2003, pp. 127-146;  
 — *As Operações de Venda a Descoberto de Valores Mobiliários*, Coimbra, Coimbra editor, pp. 53 e 54;  
 — «Sociedade aberta, domínio e influência dominante», in *IVM, DVM*, vol. VIII, Coimbra, Coimbra Editora, 2008, pp. 541-571;
- SIMON, JOËLLE, in MAUL / MUFFAT-JEANDET / SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe — The Takeover Directive and its implementation in the Member States*, Memento Verlag, 2008, pp. 217-262
- SOARES, ANTÓNIO, em ensino oral no XVI Curso de Pós-Graduação em Direito dos Valores Mobiliários do Instituto de Valores Mobiliários da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2012;
- TAMBURRINI, GIOVANNI, *Harmonization of Takeover Discipline: A Comparative Law and Economic Overview*, 2009, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1423762](http://www.ssrn.com/abstract=1423762);
- TALLEY, ERIC L. / O'KANE, DREW, *The Measure of a MAC: A Quasi-Experimental Protocol for Tokenizing Force Majeure Clauses in M&A Agreements*, UC Berkeley Public Law Research Paper n.º 1872568, 2011, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1872568](http://www.ssrn.com/abstract=1872568);
- TAVARES, DIOGO, «Alterações de controlo em sociedades abertas e o dever de lançamento de OPA», in *DSR*, ano 7, vol. 13, 2015, pp. 247-288;

- TOLA, MANUELA, «OPA e tutela delle minoranze», in *Pubblicazioni della Facoltà di Giurisprudenza*, série 1, vol. 77, Nápoles, Jovene Editore, 2008;
- URBANO, MIGUEL, «Garantias bancárias autónomas ordenadas a favor de terceiros: capacidade e questões atinentes», in *III Congresso — DSR*, Coimbra, Almedina, 2014, pp. 559 e ss.;
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE,  
 — «Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas», in *DSR*, ano 2, vol. 3, Coimbra, Almedina, 2010, pp. 11-48;  
 — *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 2006;
- VAZ, JOÃO CUNHA,  
 — *As OPA na União Europeia face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Coimbra, Almedina, 2000;  
 — *A OPA e o Controlo Societário. A Regra de Não Frustração*, Coimbra, Almedina, 2013;
- VENTORUZZO, MARCO, *The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different (Regulatory) Means, Not so Different (Political and Economic) Ends?*, Bocconi Legal Studies Research Paper n.º 06-07, 2005, disponível em [www.ssrn.com/abstract=819764](http://www.ssrn.com/abstract=819764);
- VENTURA, RAÚL,  
 — *Alterações do Contrato de Sociedade*, Coimbra, Almedina, 1986;  
 — «Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários», in *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Coimbra, Almedina, 1992, pp. 105-335;
- VIVES RUIZ, FERNANDO, «Ofertas Públicas de Adquisición de Valores: Régimen Jurídico y Modalidades» in FERNANDO VIVES E JAVIER PÉREZ-ARDÁ (coord.), *La Sociedad Cotizada*, Colección Garrigues, Madrid, 2006, Madrid, Marcial Pons, 2006, pp. 606-658;
- WYMEERSCH, EDDY,  
 — «La oferta pública de adquisición obligatoria. Una opinión crítica», in JOSÉ LUÍS URQUIJO JUAN MANUEL MORENO-LUQUE e ANTONIO ALONSO (coord.), *Ofertas Públicas de Adquisición: La lucha por control de las grandes sociedades*, Bilbao, Ediciones Deusto, pp. 47-65;  
 — *Some Recent Trends and Developments in Company Law*, Financial Law Institute Working Paper n.º 2001-07, 2001, disponível em [www.ssrn.com/abstract=273881](http://www.ssrn.com/abstract=273881);  
 — *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, Financial Law Institute Working Paper n.º 2008-01, 2008, disponível em [www.ssrn.com/abstract=1086987](http://www.ssrn.com/abstract=1086987);
- ZINGALES, LUIGI, «The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience», in *Review of Financial Studies*, n.º 7, 1994, pp. 125-148, [www.faculty.chicagobooth.edu](http://www.faculty.chicagobooth.edu);
- ZOHAR, GOSHEN and HAMDANI, ASSAF, «Concentrated Ownership Revisited: Idiosyncratic Value of Corporate Control», *ECGI*, Law working paper n.º 206/2013, 2013, pp. 1-53, disponível em [www.ssrn.com/abstract=2228194](http://www.ssrn.com/abstract=2228194);
- ZUMBANSEN, PEER, «European Corporate Law and National Divergences: The Case of Takeover Regulation», in *Washington University Global Studies Law Review*, vol. 3, 2004, pp. 867-886, disponível em [www.openscholarship.wustl.edu](http://www.openscholarship.wustl.edu);
- ZUNZUNEGUI, FERNANDO, *Derecho del Mercado Financiero*, 3.ª edição, Madrid, Marcial Pons, 2005.





## ÍNDICE

<b>Introdução .....</b>	<b>i</b>
<b>Capítulo I — BENFÍCIOS PRIVATIVOS DO CONTROLO NO MERCADO DE CAPITAIS PORTUGUÊS .....</b>	<b>ii</b>
<b>1. Considerações iniciais .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Conceito e espécies de Benefícios Privativos do Controlo .....</b>	<b>6</b>
<b>3. O lugar dos BPC na realidade empresarial. Vantagens e desvantagens... 12</b>	
3.1. Estruturas de Mercado, modelos de financiamento e os BPC. Vantagens e desvantagens.....	12
3.2. Exercício de controlo através de estruturas jus-societárias .....	22
3.2.1. A comparação com o preceito do CSC — as semelhanças e as especificidades .....	22
3.2.2. O critério material mitigado por critérios formais rígidos. Concretização do conceito de influência dominante para efeitos do CVM.....	25
3.2.3. Relações de grupo — remissão para os artigos do CSC. Irrelevância da localização da sociedade .....	26
3.3. Separação entre propriedade e controlo: Exercício do controlo através de estruturas económicas de controlo. Referência genérica. ....	28
<b>4. Extração de BPC: mecanismos de extração e de limitação — restrição ao objeto de estudo. ....</b>	<b>32</b>
4.1. Mecanismos de extração dos BPC .....	32
4.1.1. Extração de BPC através do exercício de poderes de direção (tunneling) e de administração (perequisites).....	33
4.1.2. Através de operações de venda e aquisição do controlo.....	35
4.1.3. Através do «freezing» dos outsiders. ....	36
4.2. Mecanismos de limitação: abordagem genérica.....	37

<b>Capítulo II — Opa Obrigatória.....</b>	<b>49</b>
<b>1. Enquadramento. As vendas de controlo como forma de extração dos BPC em especial e a OPA obrigatória como forma de limitação dos BPC.....</b>	<b>51</b>
<b>2. Obrigação de lançamento de OPA universal.....</b>	<b>54</b>
2.1. Fontes: o Takeover Code de 1968 e a XIII Directiva (2004/25/CE), relativa às OPAs .....	58
2.2. Razão da constituição da obrigatoriedade de lançamento de uma OPA .....	60
<b>3. Critérios formais da constituição da obrigação de lançamento.....</b>	<b>63</b>
<b>4. Critérios materiais atenuadores — as exceções à obrigação de lançamento — breve referência .....</b>	<b>66</b>
4.1. Derrogações à obrigação de lançamento.....	68
4.1.1. OPA totalitária voluntária realizada por sociedade dominada ou com relações de grupo com o obrigado.....	69
4.1.2. Recuperação de uma empresa por plano de saneamento ou medida de resolução .....	70
4.1.3. Fusão de sociedades .....	71
4.2. Suspensão da obrigação de lançamento .....	73
4.3. Substituição no cumprimento da obrigação de lançamento .....	74
4.4. Inexigibilidade da obrigação de lançamento .....	76
<b>5. Incumprimento da obrigação de lançamento da OPA .....</b>	<b>79</b>
<b>Capítulo III — Distribuição do prémio de controlo no âmbito da OPA .....</b>	<b>85</b>
<b>1. Fundamento da definição de um regime jurídico da contrapartida da OPA: a distribuição do prémio de controlo como mecanismo de limitação dos BPC. 87</b>	<b>87</b>
1.1. Coordenadas gerais. OPA como um mecanismo de proteção dos acionistas outsidiers das sociedades abertas na transmissão de controlo.....	87
1.2. Direito de saída dos equity investors de uma sociedade aberta em casos de constituição ou transmissão de controlo.....	88
1.3. Termos essenciais do exercício do direito de exit. A essencialidade da contrapartida e o princípio da igualdade como um princípio determinante na definição do regime da contrapartida da OPA. ....	98
<b>2. Regime Jurídico da Contrapartida da OPA obrigatória no ordenamento jurídico nacional.....</b>	<b>101</b>



2.1. Critérios legais mínimos objetivos a tomar em conta pelo oferente na apresentação da proposta da contrapartida da OPA. ....	101
2.2. Sistema de controlo e fixação administrativa da contrapartida da OPA. ...	103
2.2.1. Sistema de ausência de controlo administrativo da contrapartida da OPA. ....	104
2.2.2. Sistema de controlo administrativo da contrapartida mínima .....	106
2.2.3. Sistema de controlo adotado no ordenamento jurídico nacional e diretrizes para apreciação e fixação administrativas da contrapartida. ....	114
2.2.3.1. Diretrizes para apreciação da contrapartida: princípios da equidade e justificação da contrapartida.....	116
(a) Critérios norteadores do controlo da contrapartida: equidade da contrapartida. Valor e natureza. ....	117
(b) Critérios norteadores do controlo da contrapartida: justificação da contrapartida.....	124
2.2.3.2. Sistema de controlo e fixação da contrapartida adotado pelo legislador nacional.....	127
2.3. Outros reflexos dos princípios da justificação e equidade da contrapartida nas OPAs. ....	137
2.3.1. Contrapartida na OPA voluntária .....	137
2.3.2. Transações na pendência da OPA .....	140
2.3.3. Modificação, revisão e revogação da OPA .....	142
2.3.4. Conduta da administração da sociedade visada como potencializadora do prémio de controlo — o relatório da administração da sociedade visada.....	154
2.3.5. Contrapartida na Aquisição Potestativa.....	158
<b>3. Prémio de controlo. Conceito, estrutura e fundamento.....</b>	<b>159</b>
3.1. Prémio de aquisição (acquisition premium).....	167
3.2. Prémio de controlo stricto sensu (control premium).....	170
<b>4. Titularidade e distribuição do prémio na OPA obrigatória e na OPA voluntária lançada nos termos da OPA obrigatória .....</b>	<b>174</b>
4.1. Titularidade e distribuição do prémio no ordenamento jurídico nacional. Fundamentos para apresentação de uma proposta juridicamente fundamentada.....	175

4.2. Ensaio sobre a distribuição do prémio de controlo na OPA obrigatória e voluntária — contrapartida justificada e equitativa ao abrigo do artigo 188.º do CVM	198
4.2.1. Bases de raciocínio e metodologia adotada .....	198
4.2.2. Análise teórica em condições de mercado estabilizadas .....	205
(i) Ultrapassagem do limiar de um terço dos direitos de voto numa sociedade de estrutura diversificada .....	207
(ii) Ultrapassagem do limiar de um terço dos direitos de voto numa sociedade de estrutura concentrada .....	213
a) Aquisição do controlo ao prévio controlador .....	216
b) Aquisição do controlo a outsiders .....	221
(iii) Ultrapassagem do limiar de metade dos direitos de voto numa sociedade de estrutura diversificada .....	226
(iv) Ultrapassagem do limiar de metade dos direitos de voto numa sociedade de estrutura concentrada .....	230
4.3. O prémio como referência no apuramento do valor do controlo e dos BPC ... ..	236

## **Conclusões**

## **Abreviaturas**

## **Bibliografia Citada**

## **Índice**